

浜銀総研 News Release



2012年2月16日

2012年度の景気予測（2012年2月改訂）

- 夏場に景気回復の動きがいったん鈍化するものの、持ち直しの動きが続く -

要 旨

2011年10～12月期の実質GDPは前期比-0.6%とマイナス成長に転じた。成長率に対する寄与度をみると、内需は+0.1%ポイントと前期から大きく低下した。個人消費や設備投資が増加したものの、住宅投資や公共投資が減少し、在庫投資の寄与もマイナスとなった。一方、外需の寄与度は-0.6%ポイントとマイナスに転じた。海外経済の減速やタイ大洪水の影響などで輸出が落ち込む一方で、燃料輸入の拡大により輸入増が続いた。2012年1～3月期は輸出の落ち込みに歯止めが掛かり、個人消費や設備投資が緩やかに増加するほか、2011年度第3次補正予算の執行により公共投資が増加することからプラス成長に転じるだろう。ただ2010年度から2011年度への成長率のゲタ（発射台）が-1.2%と大幅なマイナスとなっていることなどにより、2011年度の実質GDPは前年比-0.5%と再びマイナス成長に転じると予測した。

2012年度については、前半は欧州債務危機の影響などで輸出の伸びが高まりにくい一方で、燃料輸入拡大により輸入が増加するため外需の寄与度はマイナスになるだろう。ただ、4～6月期には、上述の第3次補正予算の執行が本格的に進むことで公共投資が大きく押し上げられるため、景気は堅調さを維持すると見込まれる。もっとも、7～9月期になると補正予算効果のはく落や電力制約によって成長率はいったん鈍化すると予測した。年度後半になると、中国経済の成長率が高まってくることなどから輸出の増勢が強まってくるだろう。復興関連の公共投資は前期比ベースで減少に転じるものの、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。このため成長率も再び上昇してくると予想される。以上から、2012年度の実質GDPは前年比+1.6%になると予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回12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	3.1	0.5	1.6	0.4	2.2
民間需要寄与度	2.2	0.0	1.3	0.2	1.3
公的需要寄与度	0.1	0.4	0.5	0.5	0.7
海外需要寄与度	0.8	1.0	0.2	0.7	0.2
名目GDP	1.1	2.4	1.1	2.1	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

(2011年10～12月期の実質GDPは再びマイナス成長に)

2011年10～12月期の実質GDP（国内総生産、季調値、1次速報）は海外経済の減速やタイ大洪水の影響などを受けて前期比-0.6%（同年率-2.3%）と再びマイナス成長に転じた（図表1）。

実質GDP成長率に対する寄与度をみると、内需は前期比+0.1%ポイントとなり、7～9月期（同+0.9%ポイント）から大きく低下した。内需のうち民間部門をみると、個人消費は前期に比べて増加幅が縮小したものの、前期比+0.3%と増加基調を維持した。薄型テレビの落ち込みなどにより耐久財消費（同-1.9%）が減少する一方で、非耐久財消費（同+0.9%）やサービス消費（同+0.6%）の増加幅が拡大した。また、設備投資も同+1.9%と5四半期ぶりの増加に転じた。スマートフォン関連の投資などが増加した模様である。一方、住宅投資は7～9月期に住宅ローン金利優遇終了前の駆け込みで大幅に増加した反動が現れて同-0.8%と再び減少した。在庫投資の寄与度も前期比-0.3%ポイントと成長率を押し下げた。次に政府部門をみると、政府消費が前期比+0.3%と増加したものの、公共投資が同-2.5%となり7～9月期に比べて減少幅が拡大した。東日本大震災関連の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。

一方、外需の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比-0.6%ポイントと再びマイナスになった。海外経済の減速や高値圏で推移する円相場、タイの大洪水の影響などにより輸出が前期比-3.1%と落ち込む一方で、輸入は燃料輸入の増加により同+1.0%と拡大が続いた。

なお、名目GDPについても同-0.8%とマイナス成長に転じた。寄与度をみると、内外需ともにマイナスとなった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

	2010年		2011年			
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	0.6	-0.1	-1.8	-0.4	1.7	-0.6
個人消費	0.3	0.1	-1.1	0.3	1.0	0.3
住宅投資	0.0	4.0	1.6	-2.5	4.5	-0.8
設備投資	0.8	-1.6	-0.5	-0.2	-0.0	1.9
公共投資	0.1	-3.2	-2.5	6.6	-1.6	-2.5
輸出	1.2	-0.3	-0.3	-6.2	8.6	-3.1
輸入	1.7	0.4	1.0	0.3	3.4	1.0

内需寄与度	0.6	-0.0	-1.6	0.6	0.9	0.1
民間需要	0.6	0.0	-1.5	0.2	0.9	0.1
うち在庫	0.3	0.0	-0.9	0.1	0.2	-0.3
公的需要	0.0	-0.0	-0.0	0.4	-0.0	-0.1
外需寄与度	-0.0	-0.1	-0.2	-1.0	0.8	-0.6

名目GDP	0.1	-0.7	-1.9	-1.5	1.5	-0.8
-------	-----	------	------	------	-----	------

(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GDP速報」)

(1 ~ 3 月期はプラス成長が見込まれる)

2011年10~12月期の実質GDPは海外経済減速の影響などによりマイナス成長に転じたものの、足元の景気には回復の兆しが見え始めており、2012年1~3月期はプラス成長を取り戻すと考えられる。

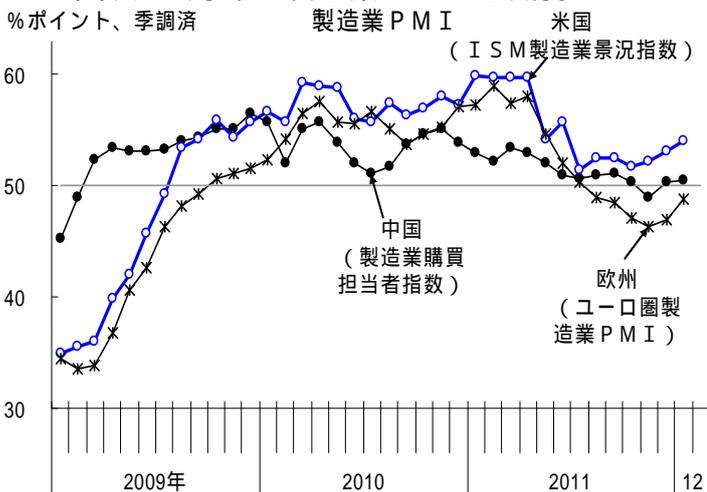
まず、わが国の輸出動向と関連の深い海外の製造業PMIをみると、米国が2011年10月を底として上昇基調に転じているのをはじめ、欧州や中国でも足元の指数は幾分持ち直している(図表2)。こうした海外製造業の底入れを受けて、日銀公表の実質輸出指数が12月には3か月ぶりの上昇に転じるなど、わが国の輸出には足元で回復の兆しが見れている。欧州債務問題も今のところ小康状態となっており、1~3月期の輸出は落ち込みに歯止めが掛かるだろう。

こうした輸出の持ち直しなどにより企業の生産活動も再び上向きつつある。鉱工業生産指数をみると、12月は輸送機械の増産などにより前月比+3.8%と高い伸びとなっており、また予測指数では1、2月も増産が見込まれている(図表3)。生産に持ち直しの動きが現れ始めたことなどにより企業の投資マインドも上向くことが期待されるため、設備投資は10~12月期に続き増加するとみられる。

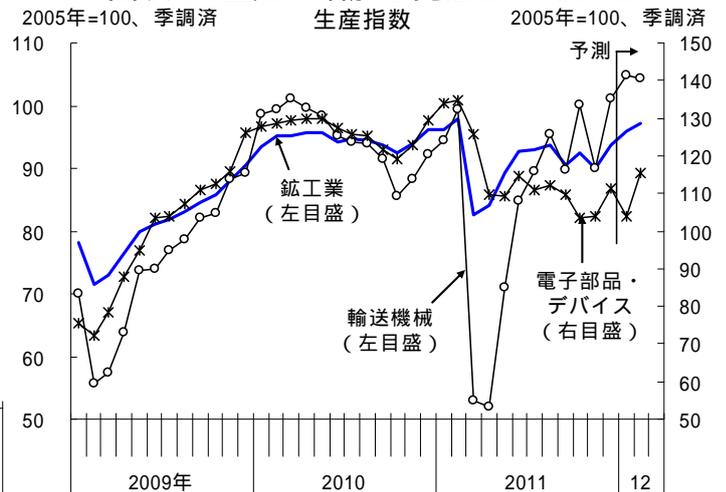
一方、個人消費も底堅い動きが予想される。最近の新車販売統計をみると、乗用車販売がエコカー補助金の復活などにより年明け後大幅に増加している。また、被災地を中心に復興関連の消費も堅調に推移している模様である。雇用・所得情勢の改善の動きは鈍いものの、消費マインドも緩やかに持ち直していることから、耐久財消費や復興需要の支えにより個人消費は増加基調を維持すると見込まれる。

他方、公的需要についても、後述するように2011年度第3次補正予算の執行開始を受けて公共投資の拡大が見込まれることから、全体でも実質成長率に対してプラス寄与に転じることが予想される。こうしたことから、1~3月期の実質GDPは昨年10~12月期の水準を上回る可能性が高い。

図表2 海外の製造業PMIが底打ちへ



図表3 生産の増加が見込まれている



(注) PMIは購買担当者にアンケートした結果を指数化したもの。50が景気拡大と後退の分岐点の目安とされる。
(米供給管理協会、中国物流購買連合会、Markit)

(注) 予測は生産予測指数による先延ばし(鉱工業は製造工業を利用)。(経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」より作成)

(4 ~ 6 月期以降も復興需要の増加によりプラス成長が続く)

4~6月期以降についても、公的部門の復興関連需要の押し上げにより、わが国経済はプラス成長が続いていくと予想される。

まず、公共投資の先行指標とされる公共工事受注額(当社による季調値)をみる

と、復興関連予算として昨年5月に成立した約4兆円の2011年度第1次補正予算、および7月に成立した約2兆円の同第2次補正予算の執行の効果で、昨年後半には増加基調に転じている(図表4)。また、公共工事受注額の実績には今のところ効果が反映されていないものの、復興関連の予算規模で第1次、第2次補正予算を大幅に上回る同第3次補正予算が昨年11月には成立している(図表5)(注1)。同予算の執行は年明け後に進んでいるとみられ、今後、公共投資を中心に公的需要が押し上げられ、2012年前半を中心にわが国の景気を底上げしていこう。

また、2012年度当初予算案においても復興関連予算として3兆円超が計上されており、復興関連需要はその後高水準で推移すると見込まれる(注2)。ただし、2012年度後半になると2011年度の補正予算の押し上げ効果が剥落するため、復興投資によって大きく押し上げられた公共投資は前期比ベースで減少基調に転じると予想される。このため公的需要の実質成長率への寄与も前期比でマイナスになるだろう。

(注1) 2011年度第3次補正予算には東日本大震災関係経費として11.7兆円が計上されているが、うち2.5兆円は同年度第1次補正予算の財源の補てん予算であり、今後の復興需要押し上げ効果は見込まれない。

(注2) 2011年度第3次補正予算と2012年度当初予算における復興関連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、予測期間中のGDPが1%程度押し上げられると想定した。

図表4 公共投資の先行指標が増加基調に



(注) 当社で季節調整を施した。
(国土交通省「建設工事受注動態統計」より作成)

図表5 予測期間中に執行が見込まれる復興関連予算

	2011年度 第3次補正予算	2012年度 当初予算案	合計
地方交付税交付金	1兆6,635億円	5,490億円	2兆2,125億円
東日本大震災復興交付金	1兆5,612億円	2,868億円	1兆8,480億円
公共事業等の追加	1兆4,734億円	5,091億円	1兆9,825億円
全国防災対策費	5,752億円	4,827億円	1兆0,579億円
災害廃棄物処理事業費	3,860億円	3,442億円	7,302億円
～ により主に公的需要の押し上げが見込まれる			(7兆8,311億円)
災害関連融資関係経費	6,716億円	1,210億円	7,926億円
災害救助等関係経費	941億円	762億円	1,703億円
その他の東日本大震災関係経費	2兆4,631億円	3,999億円	2兆8,630億円
～ により主に民間部門の下支えが見込まれる			(3兆8,259億円)
原子力災害復興関係経費	3,558億円	4,811億円	8,369億円
原発事故への対応予算			
総額	9兆2,439億円	3兆2,500億円	12兆4,939億円

(注) 2011年度第3次補正予算の東日本大震災関係経費には上記のほか年金臨時財源の補てん(=第1次補正予算の財源の補てん、約2.5兆円)が計上されている。なお、2011年度第4次補正予算が成立しているが、同予算には復興予算が計上されていないため本表には掲載していない。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」「平成24年度予算のポイント」などより作成)

(年度前半は外需のけん引力が弱い)

このように2012年前半を中心に公的部門の復興需要の押し上げが見込まれる一方で、しばらくの間、外需のけん引力は強まりにくいと考えられる。

まず輸出をみると、今後は米国経済の緩やかな回復が見込まれていることから、

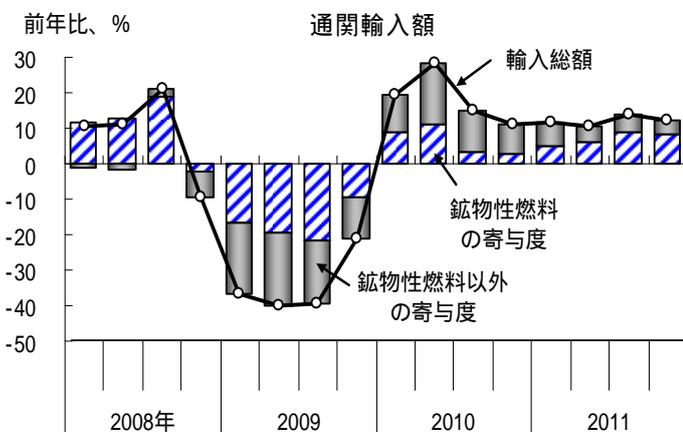
対米輸出を中心に回復基調をたどると考えられる。もっとも、欧州債務危機の影響により景気の低迷が見込まれるEU向けが年前半を中心に弱い動きになるほか、アジア向けについても、中国の景気が年前半は減速するため鈍い動きになると予想される。加えて、円相場が高値圏で推移していることや、今夏に見込まれる電力制約も輸出の下押し要因になると考えられる^(注)。こうしたことから輸出全体で見ると、増勢が強まってくるのは中国の景気が持ち直しに転じ、電力制約が解消する秋口以降になると予測した。

一方、輸入をみると、足元で原発の稼働停止に伴う燃料輸入の拡大により増加基調で推移している(図表6)。この先も現在稼働中の原発が順次定期検査入りし稼働が停止する予定であることや、夏場に電力需要が拡大することなどを勘案すると、燃料輸入は一段の増加が見込まれ、輸入全体としても年度前半は強めの動きになると予想される。こうしたことから、実質GDP成長率に対する外需(輸出-輸入)の寄与は年度前半には高まらず、景気けん引力が回復してくるのは輸出の増勢が強まる年度後半になると見込んだ。

なお、震災後のわが国の貿易収支は赤字基調で推移しているが、2012年度前半には輸出が伸び悩む一方で輸入の拡大が続くことから、貿易赤字額は高止まりする可能性が高い。輸出の増加が見込まれる年度後半には貿易収支が改善してくるとみられるが、輸入の高止まりにより赤字基調は続くだろう。2012年度を通してみると、2011年度を上回る貿易赤字額になると予測した(図表7)。

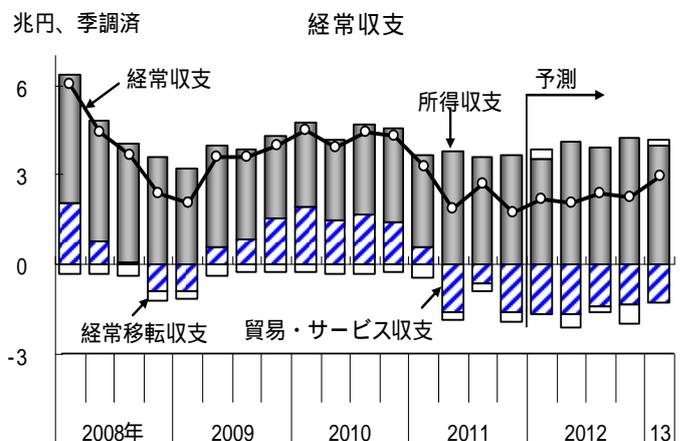
(注) 今回の予測では、定期検査終了後に再稼働できない原発の稼働が遅れ、夏場については昨年以上の節電が求められるとの前提で予測を行った。

図表6 燃料関連を中心に輸入が拡大



(注) 鉱物性燃料は原油や液化天然ガス、石炭など。
(財務省「貿易統計」より作成)

図表7 貿易・サービス収支は赤字が続く



(財務省「国際収支状況」などより浜銀総研作成)

(設備投資は2012年度後半に伸びが高まってくる)

こうした輸出の見通しを踏まえると、設備投資の伸びが高まってくるのも2012年度後半になる可能性が高い。

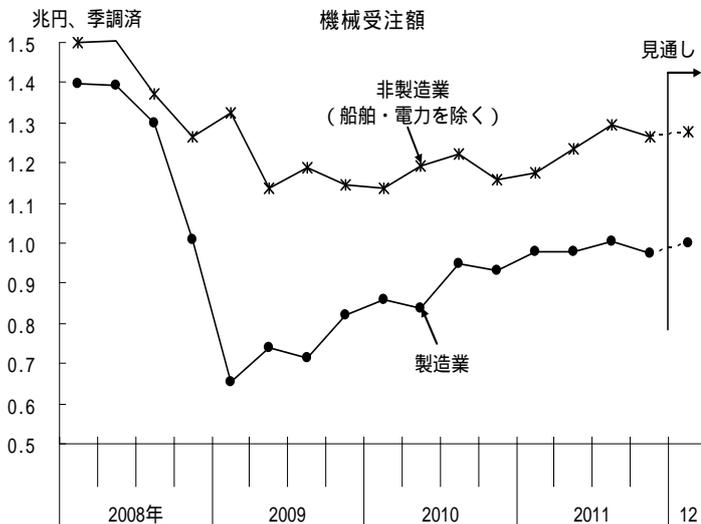
機械投資の先行指標とされる機械受注額(船舶・電力を除く民需)をみると、2011年10~12月期には前期比-2.6%と4四半期ぶりに減少しており、欧州債務問題の深刻化に伴う世界経済の先行き不透明感を反映して企業の投資マインドが冷え込んだ様子がうかがえる(図表8)。もっとも、前述のとおり足元で輸出や生産の持ち直しを受けて企業の投資マインドも上向き始めており、1~3月期の機械受注額(同)は同+2.3%と再び増加する見通しとなっている。この先についても2012年度前半については輸出の緩やかな持ち直しを受けて企業の生産活動が徐々に回復

していくと予想されることから、設備投資も小幅増加が続くと見込まれる。

その後2012年度後半になると、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ため、企業の設備投資意欲は強まってくると考えられる。また、公的部門の復興投資拡大により被災地のインフラ整備が進むとともに、民間部門の復興投資も本格化してくると予想されるほか、2011年度第3次補正予算に盛り込まれた「立地補助金」を利用した生産・開発拠点に対する投資なども設備投資を底上げするだろう。加えて、設備投資の原資となる企業のキャッシュ・フローが高水準であることや、設備投資の採算^(注)が上向いていることなども踏まえると(図表9)、2012年度後半には企業の設備投資は伸びが高まってくる可能性が高い。

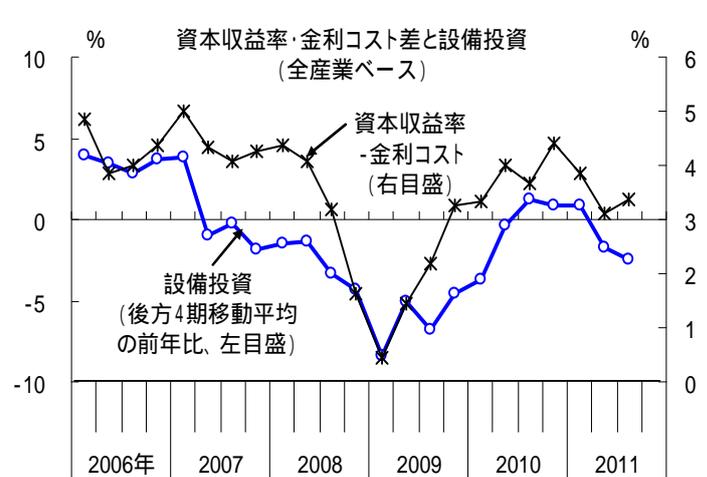
(注) 設備投資の採算を示すひとつの指標として、資本収益率から金利コストを引いた差分をみると、低金利が続くもとで企業の収益率が改善していることなどにより、昨年7～9月期には上向いていることがわかる。

図表8 今後の機械受注は増加が見込まれる



(注) 機械受注額の2012年1～3月期は企業の見通し。
(内閣府「機械受注統計」より作成)

図表9 設備投資の採算が上向く



(注) 資本収益率 = 営業利益 ÷ 有形固定資産
金利コスト = 支払利息等 ÷ (長短借入金・手形割引)
(財務省「法人企業統計季報」より浜銀総研作成)

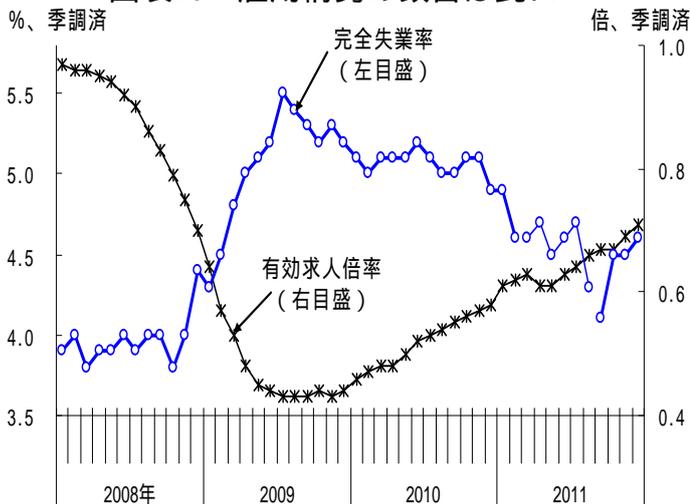
(個人消費は緩やかな増加基調が続く)

一方、個人消費については緩やかな増加基調をたどることになるだろう。まず、足元の雇用・所得情勢をみると、雇用関連指標は有効求人倍率が緩やかな回復を続ける一方で、完全失業率が秋以降に悪化傾向に転じるなど強弱の混じる状況となっている(図表10)。また、所得についても12月の現金給与総額が前年比-0.2%と2か月連続で減少するなど弱い動きとなっている。ただ先行きについては、復興関連事業の本格化によって建設業などを中心に雇用者数の増加が見込まれるほか、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考えられる。また、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。

次に消費マインドをみると、欧州債務問題の深刻化の影響で景気の先行き不透明感が強まったことなどにより、消費者態度指数が昨年秋にはいったん悪化したものの、12月以降には再び指数が上向いている。この先についても、雇用・所得情勢の持ち直しを受けて消費マインドは緩やかに上向いていくことが予想される。こうしたことから、雇用・所得情勢や消費マインドの緩やかな改善に支えられて、今後の個人消費は持ち直し傾向が続くと考えられる。

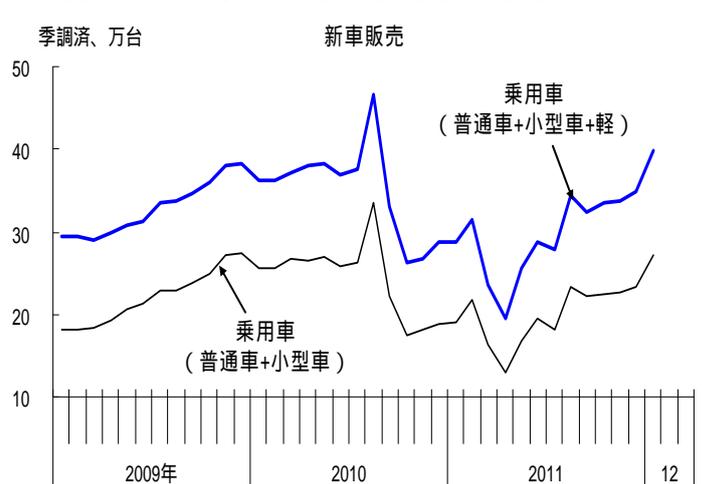
なお、2011年度第4次補正予算に盛り込まれ、昨年12月にさかのぼって復活したエコカー補助金により乗用車販売が1月に大きく増加している(図表11)。震災後乗用車販売が低迷していたこともあり、この先も乗用車販売は堅調に推移するとみられる。ただ、補助金受給の期限(2013年1月末)前後には駆け込み販売やその反動による大幅な落ち込みが見込まれるため、四半期ベースでみた個人消費は増勢の波が大きくなると予想される。

図表10 雇用情勢の改善は鈍い



(注) 2011年3～8月の完全失業率は岩手、宮城、福島県を除く。
(総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」)

図表11 1月の乗用車販売は大幅増



(注) 当社で季節調整を施した。
(日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料より作成)

(住宅投資は2012年夏場に伸びが高まる見込み)

他方、住宅投資についてはしばらく弱含んだ後、2012年度半ばに持ち直しの動きが強まるだろう。住宅投資の先行指標である住宅着工戸数をみると、昨年夏場の住宅ローンの優遇金利終了を前にした駆け込み着工の反動で2011年9月以降は弱い動きとなっている(図表12)。この反動減の影響により、1～3月期の住宅投資は弱含むと予想される。

もっとも、2011年度第3次補正予算成立を受けて復興支援・住宅エコポイントやフラット35Sエコなどの住宅購入支援策が新たに開始されている。また、今後復興事業が進むにつれて被災地の住宅投資ニーズも拡大してくると予想される。このため2012年度に入ると、住宅投資は前期比ベースで増加基調に転じてくると考えられる。なお、フラット35Sエコは2012年10月末に終了する予定となっていることから、制度終了前には駆け込み着工が見込まれる。このため2011年と同様に夏場にかけて住宅投資の増勢が強まることになる。

図表12 住宅着工が昨年終盤に落ち込む



(内閣府「四半期別GDP速報」、国土交通省「建築着工統計」)

(2012年度の景気は夏場にいったん鈍化するものの、持ち直しの動きが続く)

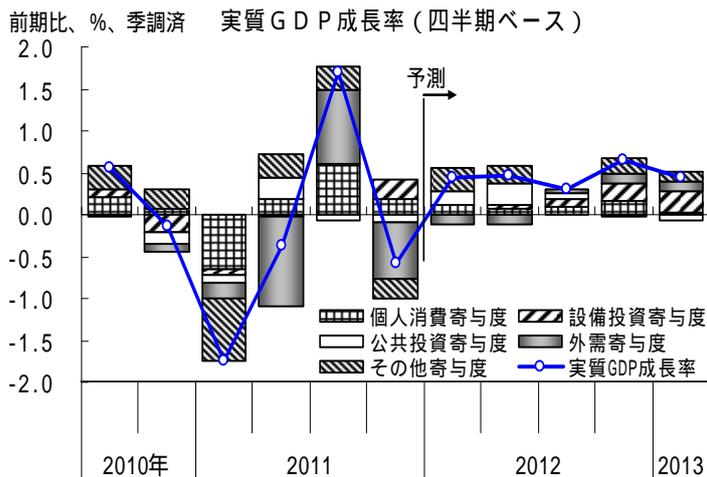
以上を踏まえた上で、今後のわが国経済を予測すると、2012年1～3月期については輸出の落ち込みに歯止めが掛かり、個人消費や設備投資が緩やかに増加するほか、2011年度第3次補正予算の執行に伴い公共投資が増加することなどからプラス成長に転じるだろう(図表13)。もっとも、震災後の景気の落ち込みによって2010年度から2011年度への成長率のゲタ(発射台)が-1.2%と大幅なマイナスになっていることなどにより、2011年度の実質GDP成長率については-0.5%と再びマイナス成長に転じると予測した(図表14)。

2012年度については、年度前半は欧州債務危機の影響によりEU向け輸出が弱含むほか、景気減速の影響により中国向け輸出も鈍い動きになるとみられる。一方、燃料輸入の拡大により夏場に向けて輸入の増加も見込まれるため、外需(輸出-輸入)の成長率への寄与度はマイナスになるだろう。また、設備投資や個人消費も小幅増加にとどまり、けん引力の拡大は見込みにくい。ただその一方で、4～6月期については、2011年度第3次補正予算の執行が本格的に進むことで公共投資を中心に公的需要が大きく押し上げられるため、景気は堅調さを維持すると見込まれる。もっとも、7～9月期になると補正予算効果のはく落や電力制約によって成長率はいったん鈍化することになるだろう。

年度後半になると、欧州債務問題が峠を超え、中国経済の成長率が再び高まってくることから輸出の増勢が強まってくるだろう。復興関連の公共投資は年度後半には前期比ベースで減少に転じ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は再び上昇してくると予想される。

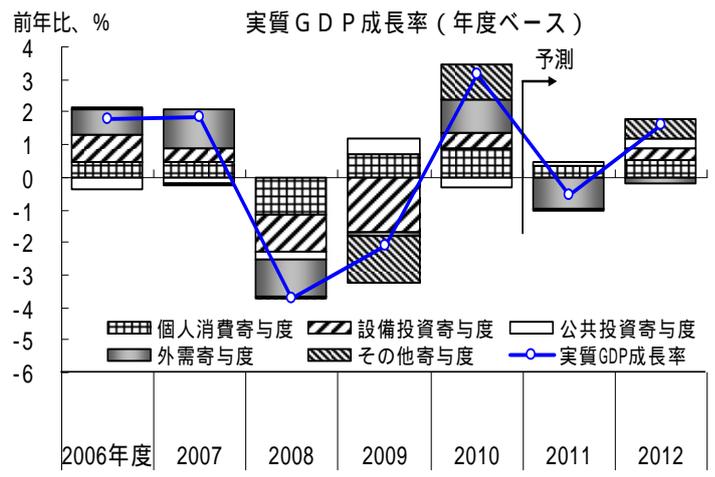
以上から、2012年度の実質GDP成長率は+1.6%とプラス成長に転じると予測した。

図表13 1～3月期以降はプラス成長に



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

図表14 2012年度の実質成長率は+1.6%



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

(米国景気は緩やかな回復基調を維持)

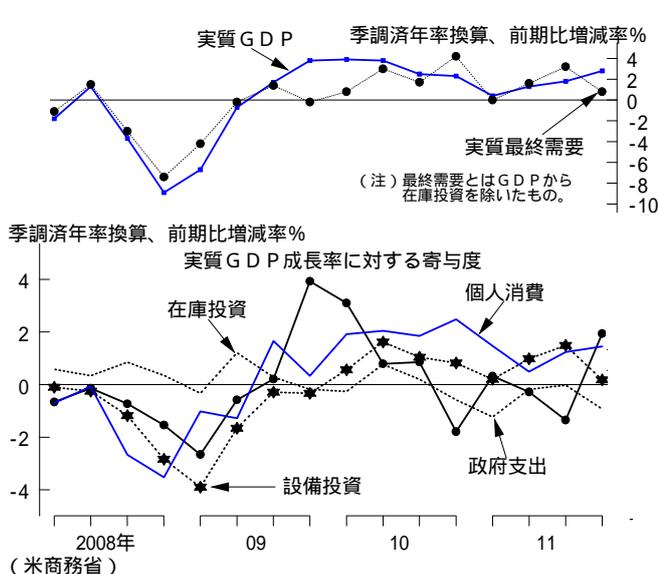
米国の2011年10～12月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+2.8%と、前期(同+1.8%)から成長率が高まった。ただ、GDPの内訳をみると、企業の在庫投資が成長率を大きく押し上げており、在庫を除く最終需要は同+0.8%と前期(同+3.2%)から減速している(図表15)。米国景気は回復傾向にあるものの、そのペースは依然として緩やかなものにとどまっていると判断できよう。

主要項目別には、個人消費が同+2.0%と堅調に推移した。自動車など耐久財消費が同+14.8%と急伸する一方で、サービス消費が同+0.2%と小幅な伸びとなった。他方、設備投資は構築物投資の落ち込みなどにより、同+1.7%と前期(同+15.7%)から大幅に減速した。また政府支出は同-4.6%と5期連続で減少した。財政状況が厳しい州・地方政府の支出が同-2.6%と6期連続で減少するとともに、国防支出も同-12.5%と大幅に落ち込んだ。外需については、輸出が同+4.7%と前期(同+4.7%)に続いて底堅く推移した。ただ、輸入が同+4.4%と前期(同+1.2%)から持ち直したため、純輸出(輸出-輸入)のGDP成長率に対する寄与度は同-0.1%ポイントと三四半期ぶりのマイナスとなった。

年明け以降の経済指標も米国景気が回復基調にあることを示すものが多い。例えば、1月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は54.1と前月(53.1)から上昇し、7か月ぶりの水準を回復した(図表16)。内訳をみると、新規受注指数が57.6と前月(54.8)から大きく上昇した点が目立つ。また、同月のISM非製造業景況指数も56.8(前月は53.0)と、2011年2月以来の水準に上昇した。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は増勢が鈍化しているものの、総じて良好な企業マインドを踏まえれば、今後も設備投資は底堅く推移すると見込まれる。

一方、家計部門を取り巻く環境をみると、1月の非農業部門雇用者数が前月比24.3万人増と、2011年4月以来の大幅な増加となった。政府部門の雇用が同1.4万人減と5か月連続で減少する一方で、民間部門が同25.7万人増と前月(同22.0万人増)から増加幅が拡大した。また同月の失業率は8.3%と前月から0.2ポイント低下し、2009年2月以来の低水準となった。このところ雇用情勢の回復には安定感が出

図表15 緩やかな回復が続く米国景気



図表16 企業マインドは概ね良好



始めており、今後も個人消費は堅調さを維持すると見込まれる。

他方、住宅市場にも改善の動きが現れている。2011年12月の中古住宅販売件数は前月比+5.0%と3か月連続で増加した。ただ、販売価格が依然として弱含んでおり、住宅需給のバランスが依然として悪いことがうかがえる。住宅投資の本格回復にはなお時間を要するものと思われる。

こうした状況を踏まえて先行きの米国経済を展望すると、まず個人消費については雇用情勢の改善に支えられて堅調に推移しよう。ただ、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、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。また、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。輸出に関しても、新興国の需要拡大を背景に、増加基調を維持するとみられる。一方、住宅価格の低迷が続くなかで、住宅投資は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、米国経済は当面実質ベースで年率2%台前半での緩やかな成長が続き、2012年の実質GDP成長率が+2.2%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（2013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1月25日のFOMC（公開市場委員会）声明で、異例の超低金利政策の継続期間を従来の「少なくとも2013年半ばまで」から「少なくとも2014年後半まで」に延長した（図表17）。また同時に発表した文書で、長期的に達成を目指す物価の水準として、「個人消費支出デフレーターで前年比2%」という目標を初めて明示した。さらにFOMCメンバーによる今後の政策金利の見通しも公表している。今回のFRBによる一連の対応は、米国景気の回復をより確かなものにしていくために、FRBが金融緩和を継続する強い姿勢を示すものといえよう。先行き欧州債務危機の影響が米国経済・金融に波及するような場合には、FRBが量的緩和3弾（QE3）を含む追加の金融緩和に踏み切る可能性も十分にあると考えられる。

図表17 FOMC声明（2012年1月25日）の骨子

景気判断	世界経済の減速にもかかわらず、国内経済は緩やかに拡大。労働市場は全般に幾分か改善したが、失業率は依然高い。 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が景気見通しに重大な下振れリスクをもたらす状況が継続。
金融政策	非常に緩和的な金融政策を維持すると想定。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2014年後半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。 9月に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。

（FRB資料より作成）

(ユーロ圏のリセッションは2012年前半で終わる見込み)

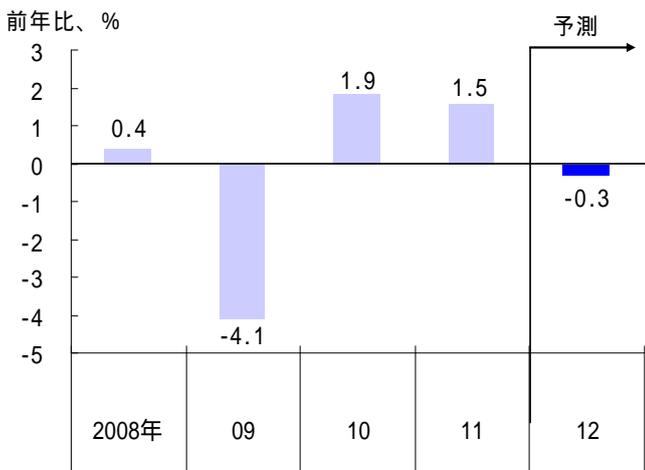
ユーロ圏景気は失速気味の展開となっている。2011年10～12月期の実質GDP（圏内総生産、速報値）は前期比-0.3%となり、2009年4～6月期以来となる前期比マイナス成長に陥った。需要項目別には、長引く債務危機を受けて低迷する内需の下押しを、緩やかながらも拡大が続く輸出が下支えしたものと推察される^(注)。圏内各国の成長率をみると、フランスが同+0.2%と7～9月期に続いてプラス成長となったものの、欧州経済のけん引役であるドイツが同-0.2%とマイナス成長に転じたほか、イタリア（同-0.7%）やスペイン（同-0.3%）、オランダ（同-0.7%）など多くの国でマイナス成長となり、欧州経済の不振が浮き彫りとなった。

2012年のユーロ圏景気を展望すると、年前半は景気後退（リセッション）が続くと見込まれる。需要項目別にパスを想定すると、2012年6月を目処に実施される欧州銀行の自己資本規制強化を受けて企業への資金供給が滞る恐れがあり、この点が設備投資や建設投資にブレーキをかける要因となろう。また個人消費も、その主導役である南欧諸国が債務危機に悩まされるなかで、勢いを欠く展開となるだろう。加えて政府支出などの公的需要も、財政健全化が急務であるなかでは縮減せざるをえないと考えられる。ただ、年後半には米国景気の足取りが徐々にしっかりしてくるとともに、中国など新興国の成長ペースが加速すると予想されるため、輸出が徐々に増勢を強めて景気回復をけん引しよう。その結果、2012年後半には実質GDP成長率がプラスに転じるものの、個人消費など圏内需要が勢いに欠けることから、景気回復のペースは緩慢なものにとどまると考えられる。通年の実質GDP成長率は-0.3%と2009年（-4.1%）以来となるマイナス成長になると予測した（図表18）。

なお予測期間内の欧州中央銀行（ECB）の金融政策を見通すと、景気の腰折れや債務問題のさらなる悪化を防ぐべく、一段の金融緩和を実施する公算が大きい。具体的には、政策金利を現在の年1.0%から、年半ばまでに事実上のゼロ金利となる水準まで引き下げる可能性がある。またオペの規模拡大や国債購入の買い増しを通じて、市場に対する資金供給をより潤沢にしよう。

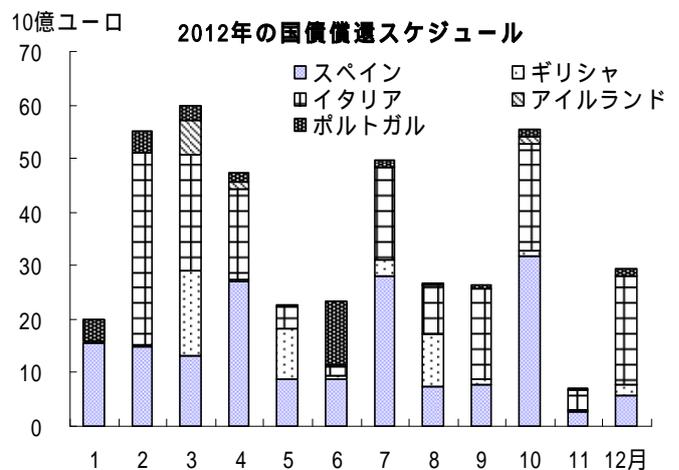
(注) 速報値では需要項目毎の動向が公表されないため、月次指標のトレンドから判断した。

図表18 ユーロ圏の実質GDP予測



(実績値はEurostat、予測は浜銀総研)

図表19 2～4月に集中する国債の償還



(Bloombergより作成)

もっとも、以上のシナリオは、債務問題が「これ以上悪化しない」という前提に基づいている。目下の金融市場は、ECBによる国債購入や、成功裏に終わった1月のイタリアやスペイン、フランスの国債償還といった要因などを受けて、小康状態となっている。ただ2～4月期には、南欧諸国が多額の国債償還に直面する（図表19）。仮に国債の大量償還を乗り切れなかった場合、ユーロ圏は本格的な通貨・金融危機に陥ることになるだろう。また実体面でも、本格的な景気後退に突入するとともに、長期の構造調整過程に入ると考えられる。

（中国経済は金融緩和を受けて堅調な成長が続く見通し）

中国景気は緩やかな鈍化傾向が続いている。2011年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+8.9%となり、成長率は4四半期連続で低下した。需要項目ごとのパスをみると、固定資産投資や輸出の伸びが減速した模様だ。そのうち固定資産投資の増勢鈍化は、主に金融引き締めの影響であり、意図的な減速であったと評価できよう。その一方で輸出の場合は、債務危機が続く欧州向けを中心に増勢が鈍化しており、その分想定せざる減速という性格を有している。こうしたなかで堅調さを保つ個人消費が、景気の下支え役となったとみられる。

直近の月次指標をみると、企業部門では、1月の製造業PMI（購買担当者景況感指数）が50.5と中立水準である50を再び上回った。構成項目別には、新規輸出受注指数が再び悪化するなど引き続き外需が低迷していることが明らかとなったものの、生産指数や新規受注指数が改善度合いを強めた。一方家計部門では、2011年12月の新車販売台数（乗用車）が前年比+4.6%と前月（同+0.3%）から伸びが拡大するなど、消費需要が引き続き旺盛である。懸念される物価をみると、2012年1月の消費者物価指数（CPI）は前年比+4.5%と、上昇率は依然高水準である。ただ川上の物価である卸売物価指数（PPI）が同+0.7%と6か月連続で上昇率が鈍化しており、物価全体の騰勢は徐々に落ち着いてきている。欧州の債務問題を受けて世界経済が不透明さを強めるなかで、中国人民銀行は景気を下支えすべく、先行き金融緩和を進めると考えられる。具体的には、3月以降の預金準備率引き下げ再開、4月以降の段階的な利下げを見込む。

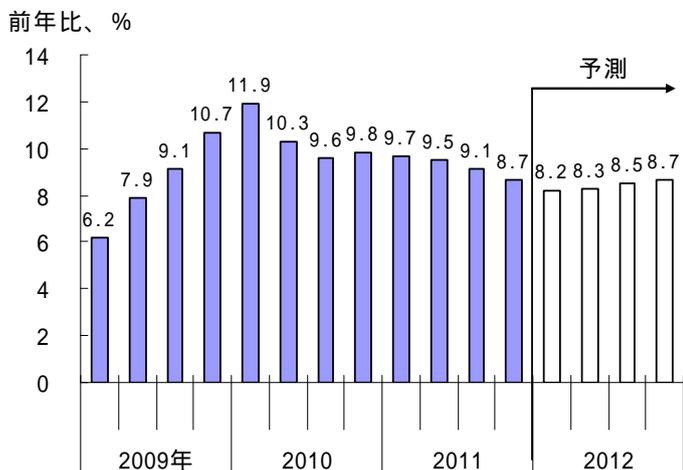
2012年の中国景気を見通すと、年前半は既往の金融引き締めの効果が残りに、減速基調で推移するが、年後半から加速に転じると予想される。需要項目別には、強い消費意欲を反映した個人消費が、引き続き堅調に推移して成長を支えよう。また春先からの金融緩和を受けて、設備投資を中心とする固定資産投資が徐々に増勢を強めると見込まれる^{（注）}。半面で輸出については、年前半は減速が続くと予想されるが、年後半以降は、景気回復の足取りが徐々にしっかりしてくる米国向けなどを中心に勢いを強めると考えられる。通年の実質GDP成長率は+8.4%と、2011年の水準（+9.2%）から鈍化すると予測した（図表20）。

最大のリスク要因は、欧州債務問題の一段の深刻化である。仮にユーロ圏各国の国債償還が滞るような事態に陥れば、世界的な金融危機に発展して、世界経済に大きなブレーキがかかる危険性がある。その場合、輸出の腰折れを通じて、中国経済も大きな打撃を被ろう。産業連関表を用いた試算では、仮に中国の輸出がリーマン・ショック時と同様に15%程度減少したと仮定した場合、中国の名目GDPが1.5%程度押し下げられることになる（図表21）。分析結果は幅を持って解釈する必要があるが、強いマイナスの影響があることに間違いはない。また金融面からも、投資家のリスク回避志向が一段と強まる結果、短期資金の流出を通じたマイナスの

影響が懸念される。具体的には、株式や不動産といった資産市場の混乱を通じて、経済活動に支障を及ぼすと考えられる。

(注) なお2012年後半には、中国共産党大会が開催され、政権交代が行われる予定である。その際に、何らかの景気刺激策が実施される可能性があるが、情勢が不透明であるため、本予測ではそれを織り込んでいない。

図表20 中国の実質GDP予測



(実績値は中国国家统计局、予測は浜銀総研)

図表21 産業連関分析の結果

関連表 試算の前提 推計結果	2007年産業連関表(42部門) 輸出が15%減少する。	
直接効果		-0.97 兆元
一次波及効果		-0.23 兆元
二次波及効果		-0.02 兆元
合計		-1.22 兆元
名目GDPの押し下げ効果		-1.49 %

(注) 輸入面の影響は考慮していない。
(中国統計出版『中国投入産出表』より作成)

図表22 2011・2012年度のわが国経済の見通し（2012年2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	78.5	79.8	77.2	78.8	78.0	79.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	113.2	108.0	113.7	102.4	104.0	102.0	106.0
米国実質GDP(暦年)	3.0	1.7	[1.1]	[1.9]	2.2	[2.2]	[2.3]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.9	1.5	[1.0]	[0.0]	0.3	[0.4]	[0.1]
中国実質GDP(暦年)	10.4	9.2	9.6	9.0	8.4	8.3	8.6

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 実績	2011年度			2012年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	3.1	0.5	[0.4]	[0.5]	1.6	[0.8]	[1.0]
個人消費	1.5	0.6	[0.3]	[0.9]	0.9	[0.3]	[0.4]
住宅投資	2.3	3.5	[0.5]	[1.1]	3.4	[2.5]	[0.8]
設備投資	3.5	0.0	[0.4]	[2.0]	3.0	[0.7]	[2.8]
政府消費	2.3	1.9	[1.1]	[0.7]	0.7	[0.5]	[0.1]
公共投資	6.8	2.3	[4.4]	[1.3]	6.8	[8.8]	[0.6]
輸出	17.2	1.7	[2.4]	[1.0]	3.3	[1.2]	[3.3]
輸入	12.0	5.2	[2.5]	[3.3]	5.1	[2.4]	[2.3]
寄与度							
国内需要	2.4	0.4	[0.3]	[0.8]	1.8	[1.0]	[0.8]
民間需要	2.2	0.0	[0.1]	[0.7]	1.3	[0.5]	[0.8]
公的需要	0.1	0.4	[0.4]	[0.1]	0.5	[0.5]	[0.0]
海外需要	0.8	1.0	[0.7]	[0.3]	0.2	[0.1]	[0.2]
名目GDP	1.1	2.4	[1.7]	[0.1]	1.1	[0.7]	[0.9]
新設住宅着工戸数(万戸)	81.9	83.2	43.3	39.9	87.0	45.2	41.9
(前年比増減率、%)	5.6	1.6	6.1	2.9	4.6	4.4	4.9
鉱工業生産	8.9	2.3	[4.4]	[0.3]	5.8	[5.7]	[6.0]
国内企業物価	0.7	1.7	2.6	0.9	0.2	0.7	1.1
消費者物価	0.4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
完全失業率(%)	5.0	4.5	4.5	4.5	4.3	4.4	4.2

(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。