

# 日本経済見通し

## —低成長が続くわが国経済—

調査部 マクロ経済研究センター

### 目 次

#### 1. 現 状

- (1) 震災後は急回復
- (2) 足元は鈍化傾向

#### 2. 外 需

- (1) 世界景気
- (2) 円高の影響

#### 3. 内 需

- (1) 復興需要
- (2) 家計部門
- (3) 企業部門

#### 4. 総 括

- (1) 短期予測
- (2) 中期展望

## 要 約

1. 東日本大震災後に落ち込んだわが国経済は、春以降、回復・復興の動きに支えられて急速に立ち直り。もっとも、夏場から鉱工業生産の減速が明確化。内需は底堅さを維持しているものの、アジア向け輸出が弱含みに転じたことが主因。当面、外需の行方が大きなカギ。
  
2. 海外景気は減速傾向が続くため、輸出は弱い動きが続く見通し。アメリカや一部新興国で底堅さがみられるため、海外景気が大きく落ち込むことはないと思われるものの、①欧州金融危機の深刻化、②中国経済の下振れ、③タイ洪水の長期化、などのリスク要因もあるため、先行きは予断を許さず。
 

加えて、円高による競争力の低下も輸出の下押し要因に。とりわけ、わが国と輸出品目が重なっている韓国に対する競争力低下が深刻。アメリカ・中国などの市場でも、日本製品のシェアが大きく低下。

わが国輸出は、海外景気の減速と円高の影響で、減速感が強い状態が続く見通し。
  
3. 一方、内需は、力強さは期待できないものの、緩やかに回復する見込み。
  - ①復興需要
 

瓦礫の処理が進むにつれ、民間建築や住宅着工が徐々に本格化。2012年入り後、景気押し上げ効果が拡大する見通し。
  - ②家計部門
 

所得環境は総じて底堅さ。消費マインドの改善により、震災後に大きく落ち込んだ個人消費は徐々に回復に向かう見込み。もっとも、2012年度入り後は、自動車販売が弱含みに転じる可能性。また、家計負担も拡大するため、この分、個人消費の回復力は緩やかに。
  - ③企業部門
 

企業収益の回復、設備過剰感の減衰を受け、設備投資は緩やかに増加する見通し。もっとも、設備投資の水準はリーマン・ショック前を大幅に下回る状態が長期化する公算大。背景に海外生産シフトの加速。円高などにより国内での事業環境が厳しくなっており、輸出採算が合わない状況に。
  
4. 以上のように、①外需の牽引力低下、②生産拠点の海外シフト、などを背景に、2012年度いっぱいには低めの成長にとどまる見通し。ただし、①新興国景気の底堅さ、②復興需要の顕在化、③個人消費の持ち直し、なども期待できるため、景気の腰折れは回避可能。2011年度の成長率はゼロ%台、2012年度は2%程度になると予想。

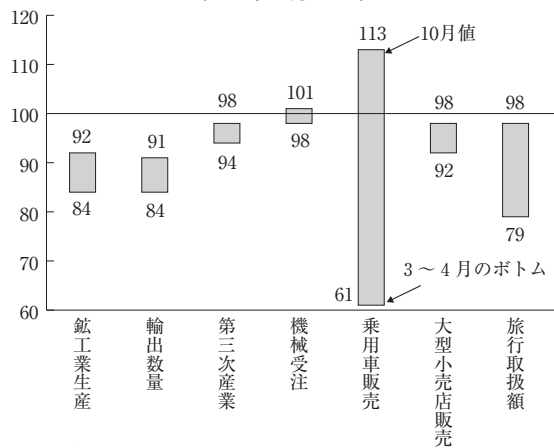
1. 現状

(1) 震災後は急回復

わが国経済は、東日本大震災後に大きく落ち込んだ。しかし、4月以降は、サプライチェーンの回復、震災からの復興などの動きに支えられて、急速に立ち直った。震災直前と足元の経済活動水準とを比較してみると、鉱工業生産や輸出数量はまだ震災前の水準を下回っているものの、乗用車販売、機械受注などでは震災前を上回る水準にまで回復している（図表1）。

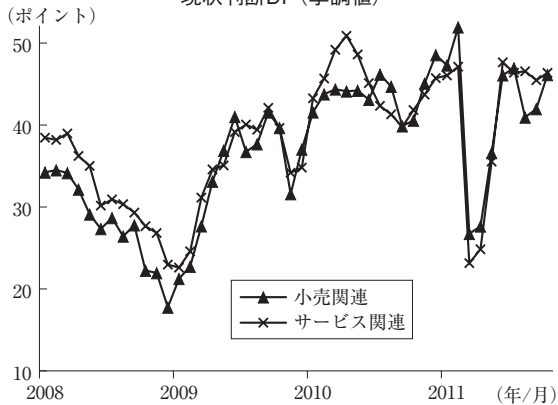
これまでの回復の動きを振り返ると、外需よりも内需の足取りがしっかりしていることが特

(図表1) 足元の経済活動水準  
(2011年2月=100)



(資料) 各種統計をもとに日本総合研究所作成

(図表2) 景気ウォッチャー調査の  
現状判断DI (季調値)

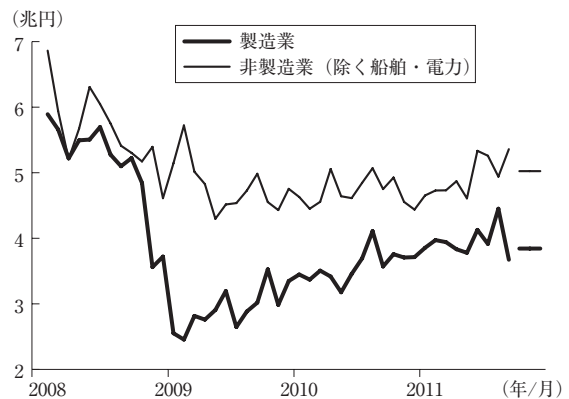


(資料) 内閣府

徴である。家計部門では、消費マインドの改善を背景に、景気ウォッチャー調査の家計関連DIがほぼ震災前の水準にまで回復している（図表2）。この結果、大型小売店販売や旅行取扱額なども、震災前の水準にかなり近づいてきた。GDPベースの実質個人消費も、耐久財・サービスに牽引されて、7~9月期には前期比年率+3.0%の高い伸びとなった。

企業部門では、機械受注が震災の影響をそれほど受けずに堅調に推移している（図表3）。製造業では足元で若干弱含みの兆しもみられるものの、総じてみれば緩やかな増勢が持続している。7~9月期の実質設備投資は、まだマイナスが続いているものの、減少幅はゼロに近づきつつある。

(図表3) 機械受注 (季調値、年率)

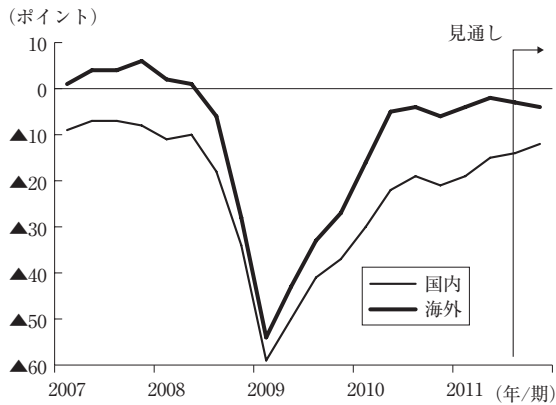


(資料) 内閣府

(注) 直近の横線は2011年10~12月の計画。

そもそも、震災による景気落ち込みは、通常の景気後退のように需要が減少したわけではなく、工場被災という供給ショックの側面が強かった。実際、日銀短観の「国内の製商品需給判断DI」をみても、震災の後でも全く悪化しておらず、需要が底堅さを維持してきたことを示している（図表4）。そのため、工場の操業が再開し、供給力が回復するのに連動して、経済

(図表4) 製造業・大企業の製商品需給判断DI



(資料) 日本銀行

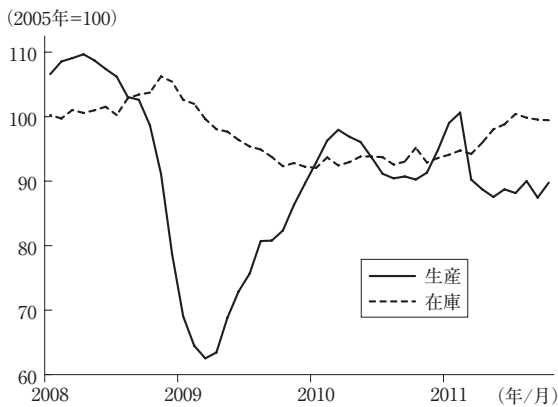
活動水準が震災前の水準に戻ってきたというのが、過去半年間のわが国経済の動きといえる。

(2) 足元は鈍化傾向

もともと、供給力が着実に回復する一方で、需要面で幾つかのマイナス要因が浮上してきた。

まず、復興需要の遅れである。震災が広範囲に及び、瓦礫の処理に時間がかかっているため、建設投資が予想していたほどは盛り上がっていない。この結果、需要拡大を見込んでいた素材産業種などで在庫が積み上がってしまい、生産が震災前を大きく下回る状態を余儀なくされてい

(図表5) 素材産業の生産と在庫 (季調値)

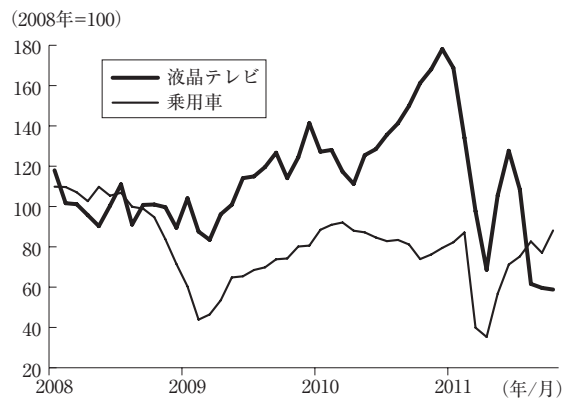


(資料) 経済産業省

る(図表5)。

また、テレビ販売も大幅に減少している。地デジ切り替え前は駆け込み需要により販売台数が大きく盛り上がったものの、8月以降、テレビの販売台数は急減している(図表6)。足元のテレビ生産は、ピーク時(2010年12月)の3分の1の水準にまで落ち込んでいる。

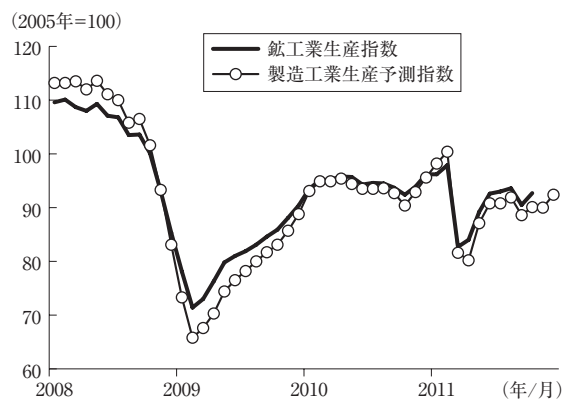
(図表6) 耐久財生産 (季調値)



(資料) 経済産業省

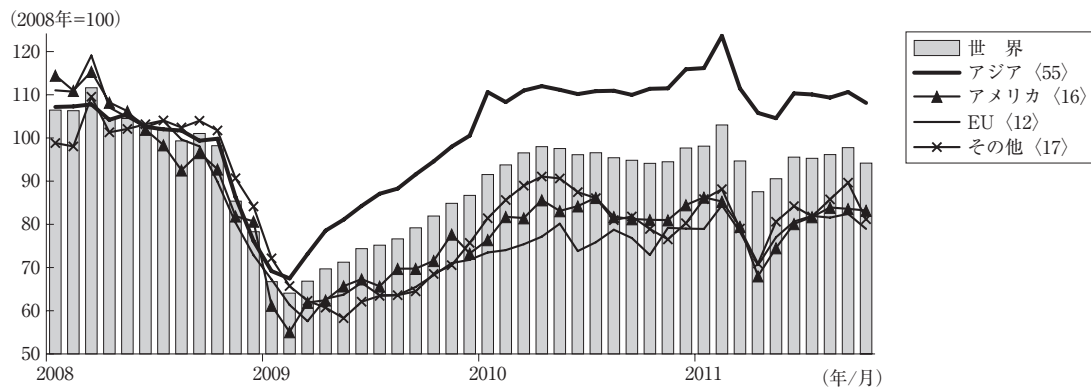
さらに、こうした一部の動きだけでなく、夏場からは製造業全体の減速も明確化してきた(図表7)。鋳工業生産は9月に6カ月ぶりの前月比減少となり、震災後の回復の動きに歯止めがかかった。10月には小幅プラスに戻り、11~12月にも増産の計画が立てられているものの、

(図表7) 鋳工業生産 (季調値)



(資料) 経済産業省

(図表8) 地域別の実質輸出(季調値)



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成  
 (注) その他は中東・ロシアなど。< >は2010年度のシェア。

総じてみれば「横ばい」圏内の動きにとどまっている。加えて、①生産計画から下振れる傾向が出始めていること、②タイの洪水による部品不足懸念が高まっていること、などを勘案すると、足元の鉱工業生産はさらに弱含む可能性がある。

鉱工業生産が鈍化した主因は輸出の減速である(図表8)。とりわけ、これまで輸出を牽引してきたアジア向けが弱含みに転じた影響が大きい。アジア向け輸出は震災前の水準を2割近くも下回ったままであり、これがそのまま輸出の低迷に結び付いている。

こうした現状を踏まえると、今後の景気を見らううえでのポイントは、①外需減速のインパクトと失速リスクをどうみるか、②内需はどこまでわが国経済を牽引できるか、の2点である。そこで以下では、この二つの視点を軸に、わが国経済への影響を分析していきたい。

## 2. 外 需

外需の力強さを決めるのは、海外景気と為替の二つである。リーマン・ショック後のわが国景気の急激な落ち込みは、世界景気の後退と円高によって引き起こされた。そして、その後の

景気回復も、海外景気の立ち直りに牽引されたものであった。したがって、今後のわが国景気を展望するうえでも、海外景気と為替の影響をどうみるかが非常に重要である。

### (1) 世界景気

まず、世界景気は、当面、減速傾向が続くと予想される。ただし、わが国輸出に大きな影響を及ぼすアメリカと中国経済は、リーマン・ショック後のような深刻な景気後退には至らず、底堅さは維持する見通しである。

アメリカについては、耐久財受注が増加傾向を続けており、製造業を中心に設備投資は底堅さを維持している。輸出も、ドル安にも支えられて、新興国向けが堅調である。家計部門でも、勢いはみられないものの、雇用者数が緩やかに増加している。これらを勘案すると、2012年も2011年並みの成長率は維持できると予想される。

中国についても、輸出の増勢は鈍化傾向にあるものの、内需の下支えが期待できるため、8～9%の成長ペースは維持できると予想される。とりわけ、固定資産投資は、地方で高い伸びを持続するとみられるほか、都市部のサービス業でも積極化しているため、引き続き成長の牽引

役になると予想される。家計部門では、所得拡大を背景に、個人消費が堅調な伸びを持続するとみられる。加えて、食料価格の高騰を主因とするインフレ圧力が峠を越したとみられるため、金融引き締めスタンスが弱まることも期待できる。

2012年の海外景気は、若干の減速は避けられないとしても、所得面からわが国輸出を大きく押し下げることにはならないと予想される。

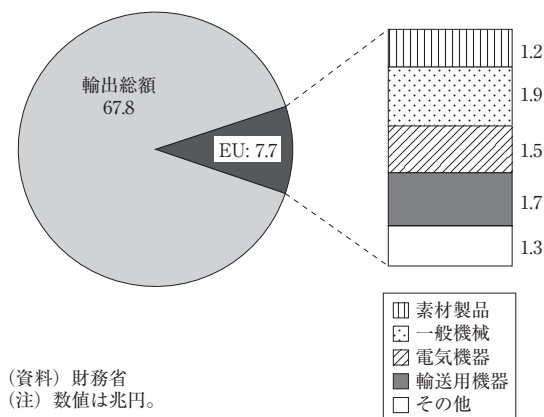
もっとも、海外景気には様々な下振れリスクが存在するため、予断を許さない状況が続くことには変わらない。

第1に、欧州景気の下振れが最大の懸念材料である。メイン・シナリオでは、EUの成長率がゼロ%前後まで減速すると予想しているものの、この程度の減速で踏みとどまるのであれば、わが国の欧州向け輸出のシェアは小さいため、直接的なマイナス影響は限定的である（図表9）。また、中国からEU向けの輸出もプラス圏を維持する見込みであり、中国経済を通じた間接的な輸出下振れ圧力もそれほど大きくないと考えられる。もっとも、欧州で金融危機が発生した場合は、わが国経済にも大きなマイナス影響が表れることは避けられない。輸出の下振れだけでなく、金融システムやマーケットを通じ

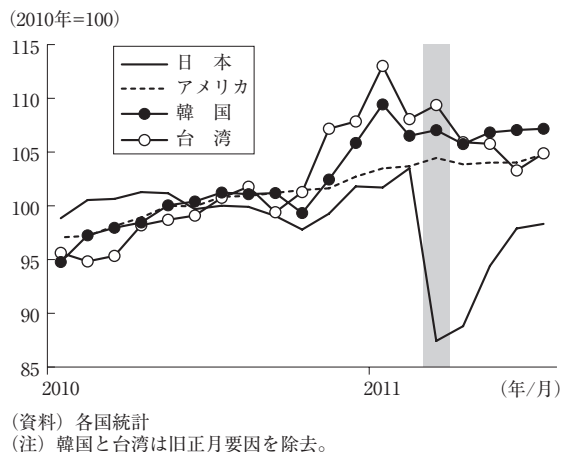
た影響も懸念される。

第2に、タイの洪水の影響である。タイで製造している部品が供給困難になっているため、自動車、情報機器などを中心に、当面の製造業生産が下振れると見込まれる。製造業活動の低下により、10～12月期の成長率は当初予想よりも下方修正される可能性が高い。もっとも、タイの洪水も一種の供給ショックであるため、短期間で収束するのであれば、わが国経済に及ぼすマイナス影響は限定的である。まず、タイで製造できなくなった部品を、他国や日本で代替生産する動きが進展するとみられる。また、仮に部品不足で国内生産に支障を来しても、需要が消滅するわけではないため、後で下振れ分を取り戻すことが可能である。したがって、長い目でみれば景気に対して中立になるとみることができる。ちなみに、東日本大震災後の各国の生産の動きをみると、わが国では急激に減少したが、韓国・台湾・アメリカではマイナス影響がほとんど表れなかった（図表10）。もちろん、今回のタイの洪水では、現地の日系企業が大きな被害を受けているため、ある程度のマイナス影響は覚悟しなければならないものの、過度に懸念することはないと考えられる。

（図表9）EU向け輸出額（2010年度）



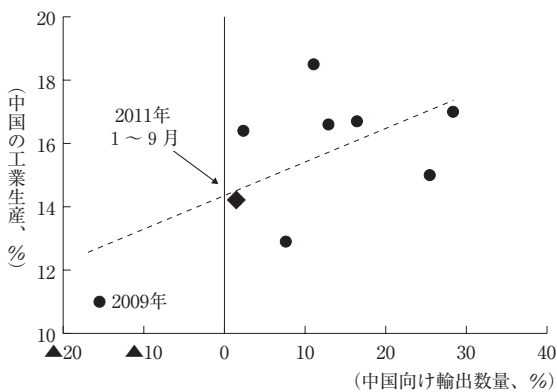
（図表10）東日本大震災前後の各国の鉱工業生産





第3に、中国経済の下振れリスクである。過去10年間のデータを調べると、中国の製造業生産の伸び率が14%を大きく下回ると、中国向け輸出が減少に転じるという関係にある(図表11)。すでに、足元の製造業生産は14%ラインに到達しているため、これ以上、中国の生産が鈍化することになると、わが国の中国向け輸出も減少に転じる可能性が高まる。中国向けは輸出全体の2割を占めるほか、韓国・台湾などを経由した影響も予想されるため、中国経済が落ち込んだ場合のマイナス影響は深刻である。中国国内での在庫調整圧力の高まり、世界的なIT需要の減少など、中国の工業生産を下振れさせる諸要因には要注意である。

(図表11) 中国の工業生産と中国向け輸出



(資料) 財務省、中国国家統計局

(2) 円高の影響

海外景気の減速に加え、円高もわが国輸出を下振れさせる可能性が高い。

リーマン・ショック後から円高が進行していたが、2011年夏場から円高が一段と進行した。足元の為替相場の動きは、対ドルだけでなく、対ユーロ、対アジア通貨などに対しても円が上昇しており、円全面高の様相となっている。

円高がわが国経済に与える影響を整理すると、

以下の2ルートに分けられる。

一つ目は、価格面を通じた影響である。外貨決済時の手取額・支払額が変化するため、輸出企業では為替差損、輸入企業では為替差益が発生する。製造業で円高の影響を試算すると、機械産業で大きな為替差損が発生することが分かる(図表12)。ただし、原材料の輸入比率が高い素材産業などでは、逆に為替差益が発生する。製造業全体で見ると、外貨輸出と外貨輸入がほぼバランスしているため、円高は若干の為替差益を生み出すことが分かる。非製造業も含めたマクロ全体で見ると、輸出側の外貨決済よりも、輸入側の外貨決済の方が大きく上回っているため、円高が進むほど為替差益が拡大することになる(図表13)。

二つ目は、数量面を通じた影響である。すなわち、円高による価格競争力の低下によって、

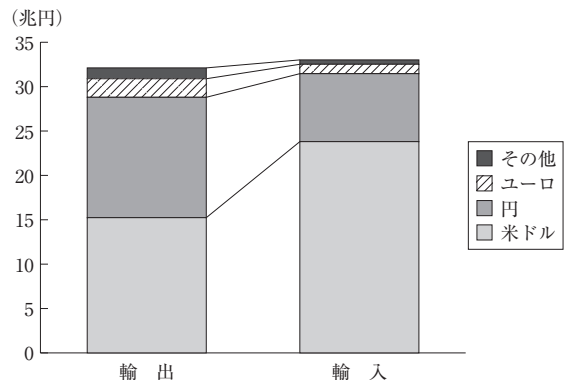
(図表12) 円高が企業収益に与える影響

(千億円)

	製造業			
		加工業種		素材業種
		機械	除く機械	
80円/ドル	0.1	▲0.5	0.2	0.7
75円/ドル	0.3	▲3.7	1.1	3.2
70円/ドル	0.6	▲6.8	1.9	5.8
65円/ドル	0.9	▲9.9	2.7	8.3
60円/ドル	1.1	▲13.0	3.5	10.9

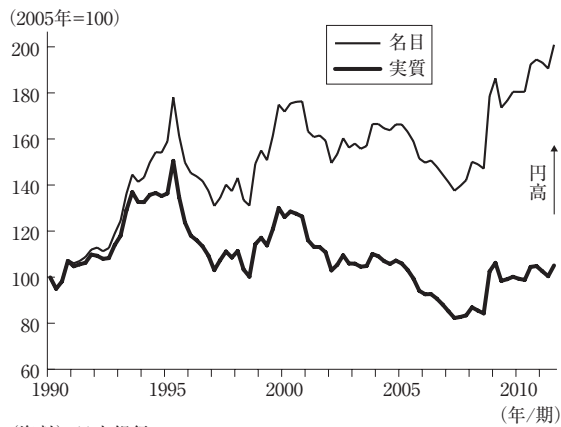
(資料) 財務省、日本銀行、総務省などをもとに日本総合研究所作成

(図表13) 貿易取引における決済通貨 (2011年上半期)

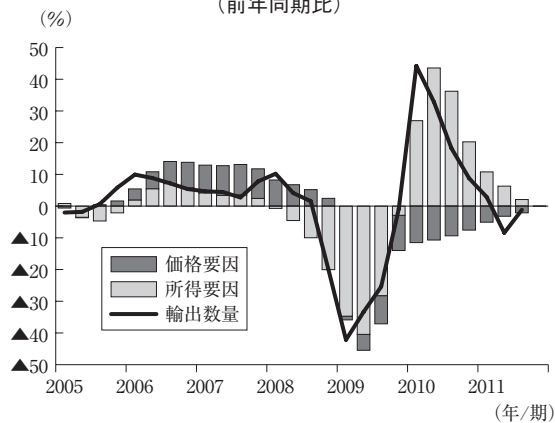


(資料) 財務省「貿易統計」、「貿易取引通貨別比率」

(図表14) 実効為替レート



(資料) 日本銀行

(図表15) 輸出数量の要因分解  
(前年同期比)

(資料) 財務省、OECDなどをもとに日本総合研究所作成

(注) 所得要因はOECD景気先行指数。価格要因は実質実効為替レート(8期のアーモラグ)。推計期間は1990～2011年。

輸出数量が減少し、輸入数量が増加するルートである。実質実効レートでみると、リーマン・ショック後に2割以上円高方向にシフトしており、この分は輸出競争力が低下したとみることができる(図表14)。実質実効レートを勘案した輸出関数を推計してみると、リーマン・ショック後の円高により、輸出が10%程度下押しされたとの結果が得られる(図表15)。

さらに、企業が直面している輸出競争力の低下は、実質実効レート以上に強まっている可能性が高い。

実質実効レートは、二国間の相対価格を貿易

ウエートで加重平均したもので、貿易相手国との直接的な価格競争関係を念頭に置いて算出された為替レートといえる。例えば、アメリカ市場における日本製品とアメリカ製品の競合関係、中国市場における日本製品と中国製品の競合関係を総合的に分析するのに適した指標である。

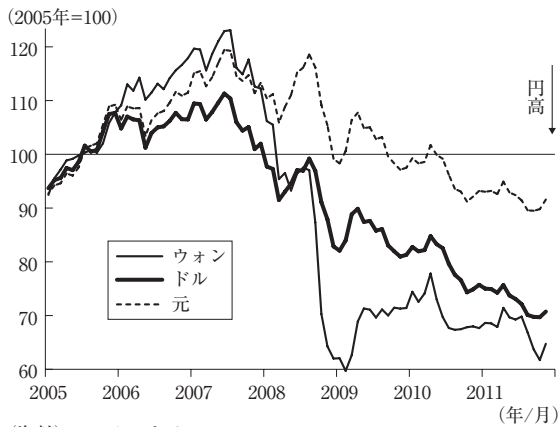
しかし、実際の市場では、もっと複雑な競合関係が生じている。二国間の直接的な競合関係だけでなく、第三国との競合関係も重要である。例えば、アメリカ市場における日本製品と韓国製品との競合関係、中国市場における日本製品と韓国製品の競合関係などである。こうした競合関係は、実質実効レートでは十分に考慮されておらず、わが国と競合関係にある国のウエートが過小になっている可能性が高い。

とりわけ、わが国の場合、輸出品目が重なっている東アジア諸国、なかでも、韓国に対する競争力が重要である。実質実効レートを計算する際の韓国のウエートは7%前後とみられる。しかし、欧米市場、新興国市場で起きている日本製品と韓国製品の競合は、それ以上に大きなウエートを持つ可能性が高い。直接的な競合関係が薄い欧米諸国のウエートが高い実質実効レートよりも、むしろ、世界各国で競合している韓国に対する為替レートの方が圧倒的に重要なのである。

こうしたことを念頭に、両国の為替レートをみると、リーマン・ショック後、円の対ウォン相場は大幅な円高となっている(図表16)。両国が自国通貨建てで輸出を行えば、日本製品の方が大幅に割高になるレベルである。実際、アメリカの輸入統計をみると、日本からの輸入物価が、韓国を含むNIEsからの輸入物価を大幅に上回っていることが分かる(図表17)。とりわけ、リーマン・ショック後の価格差が大幅に開いている。おそらく、日本企業は韓国製品に

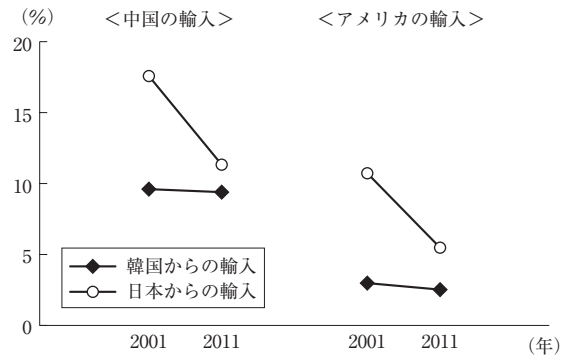


(図表16) 対円為替レート



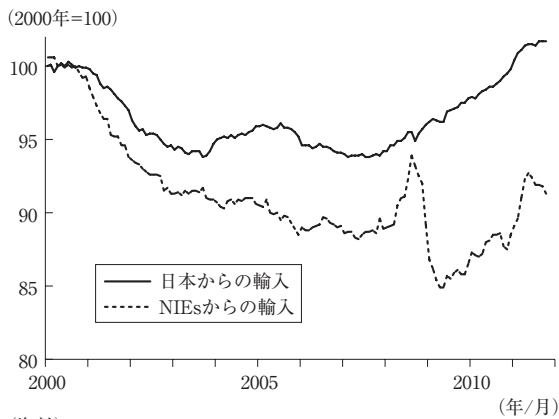
(資料) データストリーム

(図表18) 輸入の各国シェア



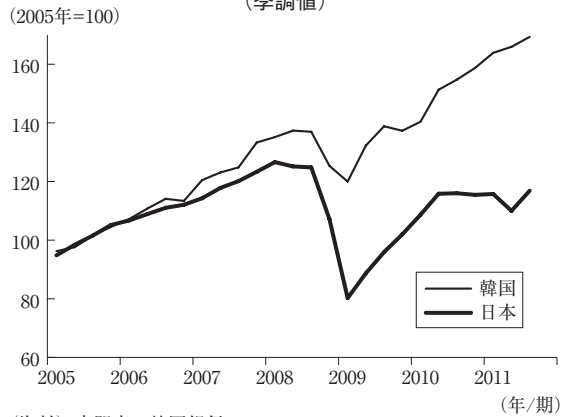
(資料) U.S. Census Bureau、中国海関総署  
(注) 2011年は1～10月までの数値。

(図表17) アメリカの輸入物価指数



(資料) U.S. Bureau of Labor Statistics

(図表19) 日本と韓国の実質輸出  
(季調値)



(資料) 内閣府、韓国銀行

価格面で太刀打ちできない状況であろう。

こうした状況を反映し、世界市場で、日本製品から韓国製品にシフトする動きが強まっているとみられる。アメリカ・中国の輸入シェアをみると、過去10年間、韓国からの輸入シェアが横ばいで推移するなか、日本からの輸入シェアは大幅に低下している(図表18)。両国の輸出の動きをみても、リーマン・ショック後の乖離は著しい。韓国の輸出は、リーマン・ショック後の落ち込みを取り戻して、着実に増加を続けているのに対し、日本はほぼ横ばいと、対照的な推移をたどっている(図表19)。

円高による輸出競争力の低下は、マイナス影

響が表れるまでに、半年から2年のラグがある。そのため、2011年夏場以降の円高は、2012年入り後もわが国輸出の下振れ要因として働き続ける。海外景気の鈍化、円高による輸出競争力の低下により、当面、輸出は減速感が強い状態が続くとみておくべきである。

### 3. 内 需

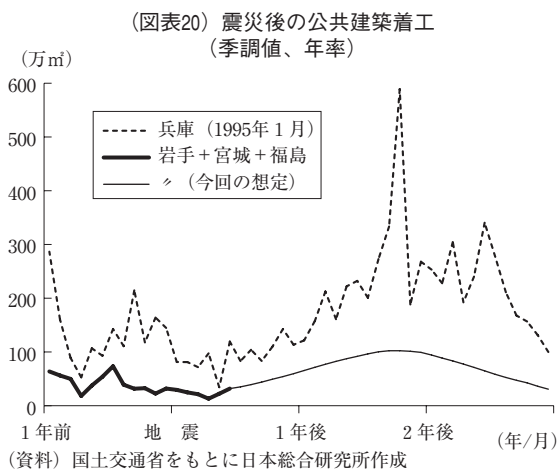
以上のように、外需は当面、わが国景気の牽引役として期待できない公算が大きい。では、内需はどうであろうか。

#### (1) 復興需要

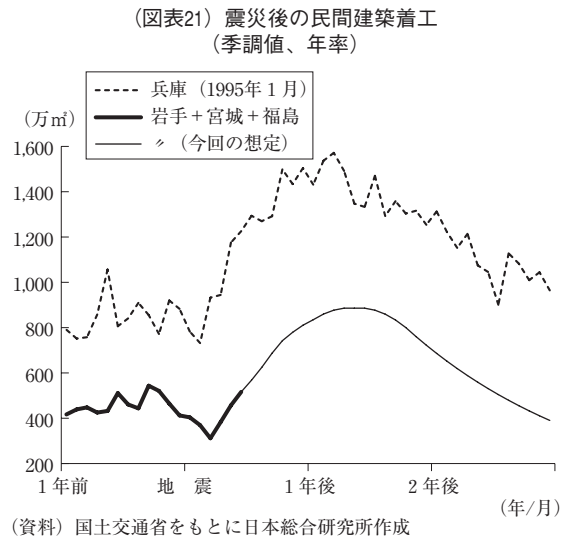
当面、内需関連で最大の焦点は、震災からの

復興需要である。震災からの復興活動は、原発問題、少子高齢化、都市計画の見直しなど様々な問題を抱えているため、構築物・インフラのすべてが元通りに復元するとは考えにくい。もっとも、東日本大震災の被災規模が大きかっただけに、復興需要がわが国経済を押し上げる力が次第に強まる展開が予想される。2011年度の第3次補正予算が成立したこと、瓦礫の処理が急速に進展していることから、東北3県を中心に、建設活動が急拡大すると予想される。もっとも、復興活動は政治的・社会的な要因で決まってくる側面があるため、需要押し上げ額をピンポイントで予測するのは非常に難しい。そこで、今回の見通しでは、被災規模と阪神・淡路大震災後の復興パターンを参考に、先行きの回復シナリオを描いてみた。

公共建築は、これまでのところ、まだほとんど顕在化していないものの、国・地方における補正予算編成により、今後は緩やかに回復すると想定される（図表20）。



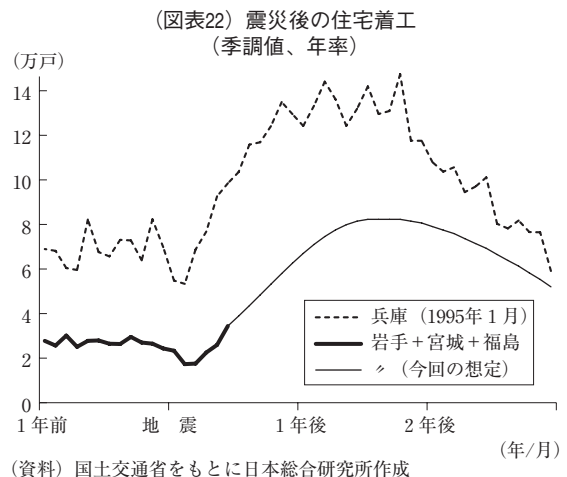
工場・オフィスビルなどが含まれる民間建築は、すでに拡大の動きが鮮明になっている（図表21）。今後もさらに増加すると予想され、2012年前半に着工のピークに達すると見込まれ



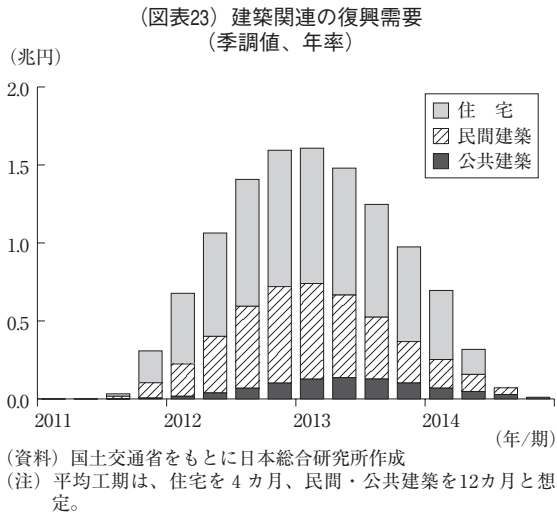
る。もっとも、工場の海外移転なども予想されるため、阪神・淡路大震災のときよりも、復興需要は小幅にとどまると想定した。

住宅着工は、足元ですでに震災前を上回っている状況である（図表22）。今後1年間はさらに着工が増加する見通しで、その後も比較的高い水準が続く可能性が高い。最終的な着工上振れは、累計10万戸に達すると想定した。

以上の建築着工の想定をもとに、総合的なインパクトを試算すると、これまでのところは、ほとんど建設投資を拡大させなかったものの、



2012年入り後から景気押し上げ効果が急拡大するという結果となった(図表23)。ここでは建築関連だけを対象に試算しているが、それでも2012年度後半のGDP押し上げ額が年率1.6兆円の規模に達する。とりわけ、住宅投資が大きな押し上げ効果を発揮する可能性が高い。これらに加えて、試算に織り込まれていない公共土木、政府消費なども上乘せされるため、復興需要はさらに大きくなると見込まれる。

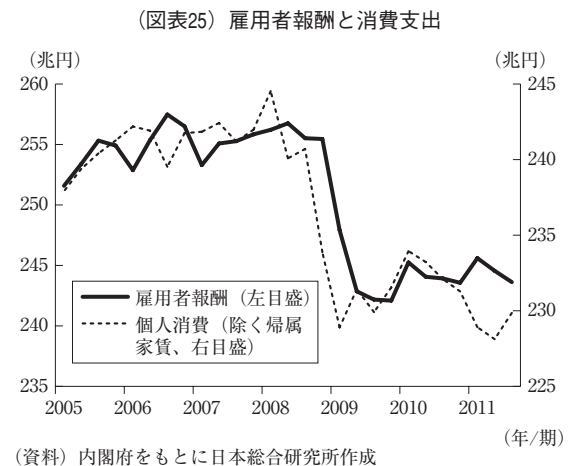
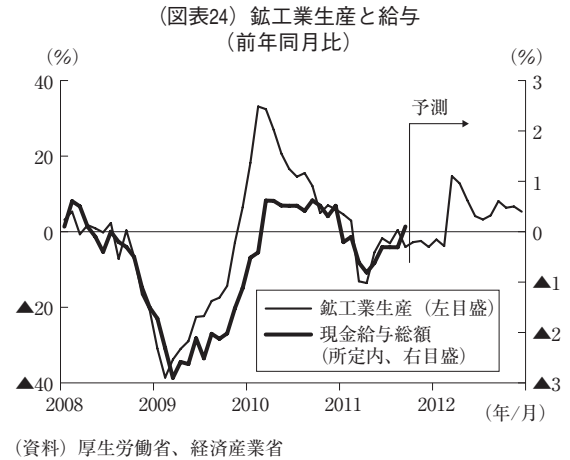


(2) 家計部門

次に、家計部門を展望したい。

まず、個人消費のベースとなる所得環境は底堅く推移すると見込まれる。確かに雇用者報酬の水準はまだリーマン・ショック前を大幅に下回っているものの、今後は、①生産回復を受けた雇用者数・所定外労働時間の増加、②収益回復によるボーナスの持ち直し、などを受けて、緩やかに回復すると予想される(図表24)。

一方、足元の個人消費は所得水準から大きく乖離して下振れている(図表25)。これは、震災に伴って消費マインドが悪化したことが主因である。もっとも、長い目でみれば、所得と消費はおおむね連動して推移している。所得環境



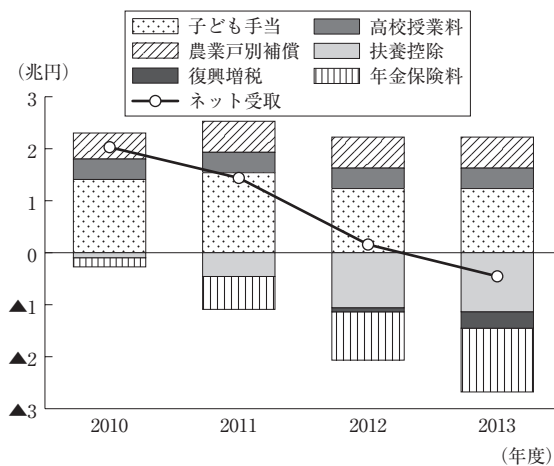
は底堅く推移するとみられること、消費マインドが改善傾向にあることを勘案すると、今後、個人消費は所得に見合った水準に回帰する動きが生じると予想される。どのようなペースで個人消費が持ち直していくかなど不透明な部分はあるものの、おおまかに見積もると、個人消費の伸び代は3兆~4兆円あると考えられる。

ただし、このまま順調に個人消費が回復するわけではない。財政再建、復興財源の調達などによる家計負担増が予定されているため、その分、個人消費の回復ペースが緩やかにとどまると予想される。

負担増となる主要項目を整理しておく、まず、復興財源としての所得増税は、徴収期間が

25年と長期にわたるため、単年の家計負担増は小さい(図表26)。個人消費に与えるマイナス影響はほとんどないと考えてよいだろう。子ども手当(2012年度からは「児童手当」)は、若干の制度変更はあるものの、総じてみればほぼ横ばいになると見込まれる。これも、個人消費に中立の影響となる。一方、子ども手当の財源として扶養控除がさらに縮小されるため(住民税分)、これが2012年の家計負担増になる。また、年金保険料の引き上げも、引き続き家計負担増になる。これらを総合すると、2012年度は、ネット給付額が2011年度に比べて約1兆円減少する見込みである。この分、家計の可処分所得が減少し、個人消費の下振れ要因になる。

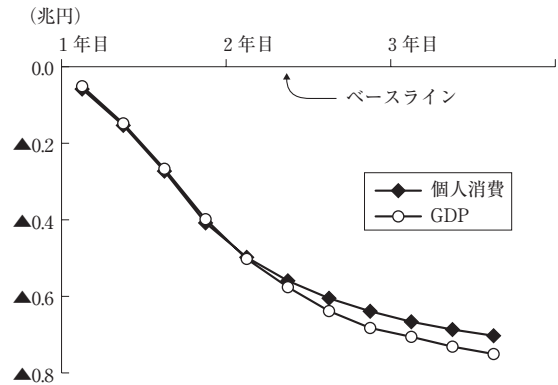
(図表26) 家計の負担と給付



(資料) 日本総合研究所作成

ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、可処分所得が1兆円減少した場合、最終的に個人消費を0.7兆円押し下げるインパクトになる(図表27)。所得面からみると個人消費の増加余地は3兆~4兆円あると前述したが、負担増による所得減少分を差し引くと、個人消費の増加余地は2兆~3兆円と考えることができそうである。もちろん、公務員給与の引

(図表27) 所得1兆円減少の影響(年率)  
＜マクロモデル・シミュレーション＞

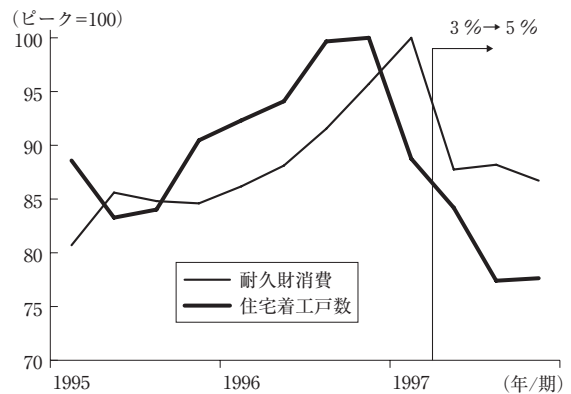


(資料) 日本総合研究所作成

き下げなどが追加されれば、所得減少額が拡大するため、個人消費へのマイナス影響はさらに広がることになる。

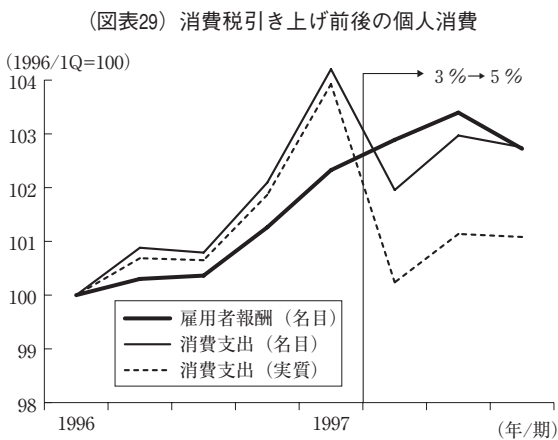
なお、消費税の引き上げは、2013年度以降と想定した。2013年4月に引き上げられた場合、2012年度後半に住宅や耐久財を中心に駆け込み需要が発生することが予想される(図表28、ただし今回の予測値には織り込んでいない)。2013年度入り後は、駆け込み需要の反動減で、住宅投資・個人消費が減少する。駆け込み需要とその反動減は購入スケジュールの変更にすぎないため、長い目でみると個人消費に与える影響はゼロとなる。しかし、税率引き上げによる

(図表28) 消費税引き上げによる駆け込みと反動減



(資料) 内閣府、国土交通省

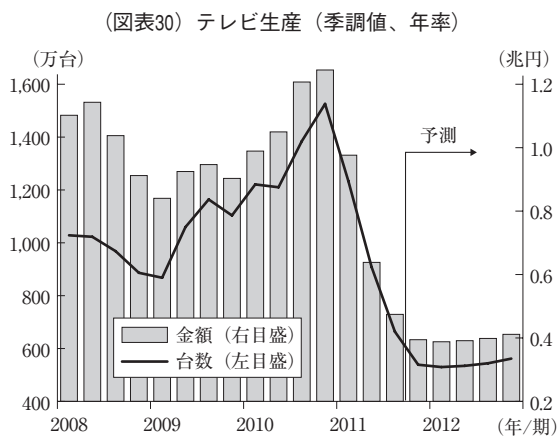
物価上昇で、家計の購買力が低下するマイナス影響は無視できない(図表29)。1997年に消費税が3%から5%に引き上げられたときも、名目消費額は名目所得に見合った水準が維持されたため、物価上昇分だけ実質消費額が下振れることになった。今後の消費税引き上げでも、1997年と同様に、物価上昇分だけ実質個人消費を押し下げることになると予想される。



(資料) 内閣府

所得に連動する基調的な消費の動き以外では、耐久財の動きが攪乱要因になる可能性がある。

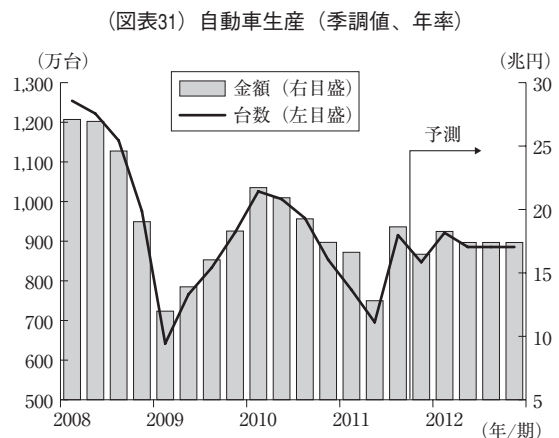
まず、足元のテレビ販売台数が大幅に減少している(図表30)。もっとも、テレビ販売はすでにボトム水準に達しているとみられ、ここか



(資料) 経済産業省をもとに日本総合研究所作成

らさらに減少するとは考えにくい。したがって、テレビ販売の減少が個人消費に与えるマイナス影響は、7~9月期で一巡したと考えられ、今後は景気に中立に働くと予想される。ただし、地デジ切り替え前の駆け込み購入が高水準だっただけに、低水準の販売台数は長期化が避けられない。購入年数の浅いテレビのシェアが急拡大している現状を踏まえると、年500万~600万台の低水準が5年にわたって持続すると予想される。過剰生産能力の削減は不可避で、雇用・所得環境にも一定のマイナス影響が表れると予想される。

また、2012年度の自動車販売も不透明である。自動車輸出はアメリカ向けを中心に、底堅い需要が期待できる。しかし、国内販売では、2012年度に減少に転じる局面が表れる可能性がある(図表31)。というのも、2011年度下期に、震災直後に減少した自動車需要を取り戻す動きが起きるため、この押し上げ効果が消滅する2012年度入り後に、反動減が表れると予想されるからである。また、今回の予測では、エコカー減税が2012年4月以降も延長されるという前提を置いたものの、減税基準が厳しくなる場合などには、2012年3月までの駆け込み需要、2012年4月以降の反動減が生じる可能性もある。



(資料) 経済産業省をもとに日本総合研究所作成



## (3) 企業部門

最後に企業部門である。

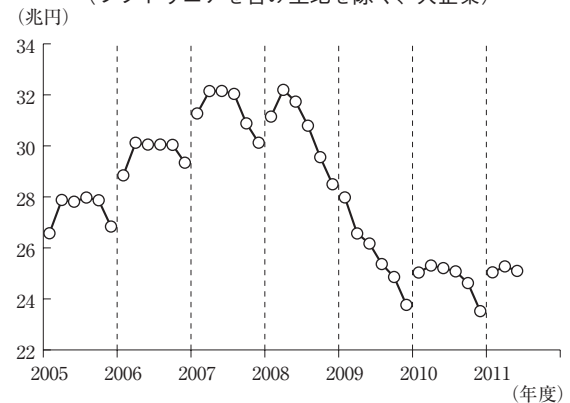
海外景気が急速に悪化しないという前提に立てば、企業業績は基調としては回復傾向が持続するとみられる。もっとも、今後は、景気減速の影響により、売上高の回復ペースは緩やかになると予想される。とりわけ、2011年度下期に大幅増が見込まれている輸出は、海外景気の鈍化に加え、円高によって為替差損も発生するため、計画よりも大きく下振れる可能性が高い。輸出の下振れを主因に、2011年度下期の売上高は、今後、下方修正されることになると予想される。

ただし、世界的な景気の先行き不透明感を背景に、足元の資源価格は弱含んでおり、これが企業収益にプラスに働くとみられる（図表32）。これまで資源価格の上昇によるコスト増が収益悪化要因として働いていたものの、当面、輸入デフレーターが下落基調で推移すると見込まれるため、企業のコスト負担は若干低下する公算が大きい。したがって、売上高が下振れたとしても、一方で原材料費比率が低下するため、企業収益の大幅下振れは回避できると見込まれる。

企業収益の底堅さ、設備過剰感の減衰を受け、

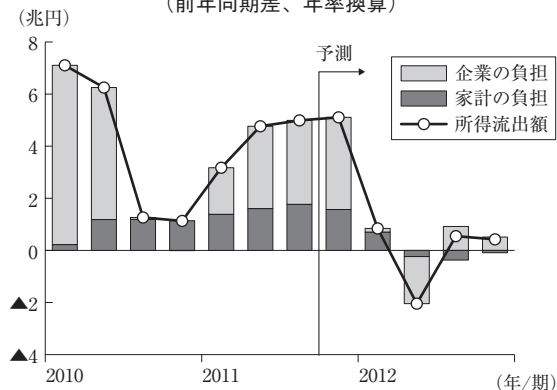
設備投資は緩やかに増加すると予想される。日銀短観9月調査でも、2011年度の設備投資計画（土地を除きソフトウェアを含むベース）は、大企業で前年度比+6.8%が見込まれている（図表33）。業種別では、製造業で高い伸びとなっていることが注目される。中小企業を含む製造業全体で見ると、2011年度下期は前年同期比+12.8%と二桁増の見込みである。確かに、足元の世界景気は減速懸念が強まっているものの、新興国経済の中長期的な拡大予想に基づいて、企業は供給体制を準備していると考えられる。

(図表33) 設備投資額の修正状況  
(ソフトウェアを含み土地を除く、大企業)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」  
(注) 日本総合研究所により断層調整済み。

(図表32) 資源価格上昇の負担割合  
(前年同期差、年率換算)



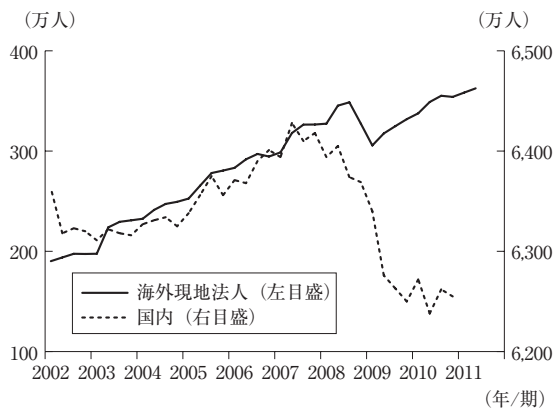
(資料) 内閣府、総務省などをもとに日本総合研究所作成

もっとも、設備投資の水準は依然としてリーマン・ショック前を大幅に下回っており、設備投資が本格回復に転じたとは言いがたい。企業は、国内投資に対しては基本的に慎重姿勢であり、代わって海外シフトを積極化させていることが背景にある。

そこで、次に、海外シフトの状況を見ると、リーマン・ショック後、わが国企業の海外生産シフトが加速している様子は明らかである。日系企業の雇用の動きをみると、国内では依然として回復の兆しがみられないのに対し、海外現



(図表34) わが国企業の国内外の就業者数

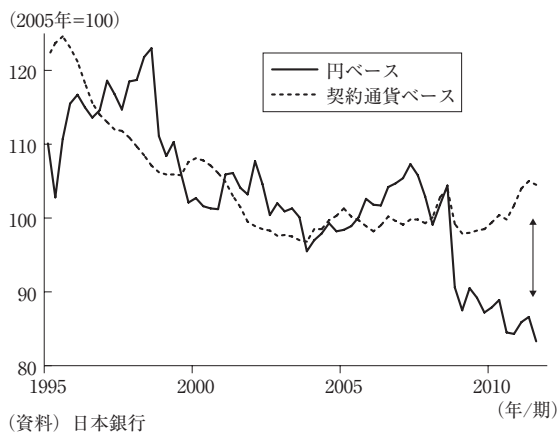


(資料) 総務省、経済産業省「海外現地法人四半期調査」

地法人ではリーマン・ショック前を大きく上回る水準にまで拡大している(図表34)。わが国企業が海外での事業活動を活発化させている姿が鮮明である。

海外シフト加速の原因として、円高、高い法人実効税率、柔軟性のない雇用制度など、国内の事業環境が厳しいことが指摘できる。なかでも、円高が最も大きなマイナス要因になっている可能性が高い。国際市場での競争が激化しているため、わが国企業は、円高分を外貨建て販売価格に完全に転嫁できていない。結果的に、円建ての販売価格が急落し、企業の収益率を大幅に悪化させている。日本銀行が公表している輸出物価をみると、契約通貨ベースでは若干強

(図表35) 輸出物価



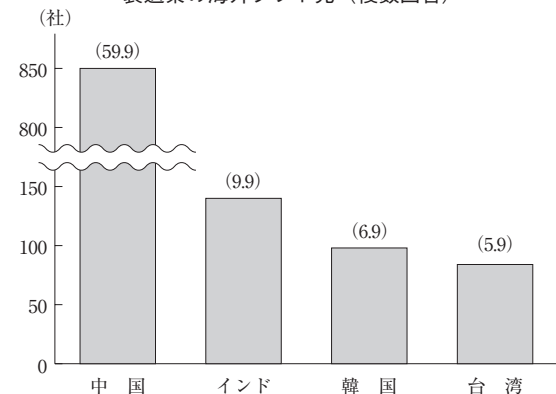
(資料) 日本銀行

含んでいるものの、円ベースではリーマン・ショック後に急落している(図表35)。この乖離分が円高による手取額の下振れとみることができ。このような状況では、圧倒的な輸出競争力を持つ一部企業を除き、大半の企業では、国内生産による輸出では採算が合わなくなってしまう。

最近の海外シフトの特徴は、市場が急拡大している新興国だけでなく、韓国など一部先進国にも拡大していることである(図表36)。これらの国では、新興国のような予測困難な不安要素が少ないことに加え、通貨安、積極的な自由貿易、低い法人実効税率などによって、企業の事業拡大を促す環境が整っていることが背景にある。新興国に対する直接投資は、拡大する現地需要に対応することが目的であるため、国内生産の押し下げ要因と捉える必要はない。しかし、先進国への直接投資は、本来であれば国内に置くべき生産拠点を移転させたと解釈することもできるため、決して望ましい動きとはいえない。韓国などへの海外シフトが広がることになれば、国内生産に対する下振れ圧力が強まること懸念される。

ちなみに、直接投資収益率をみても、韓国な

(図表36) リーマンショック以降のわが国製造業の海外シフト先(複数回答)

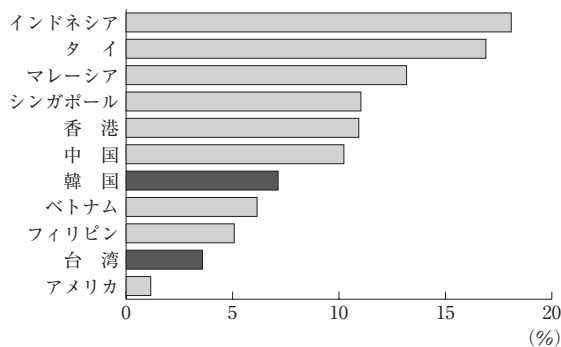


(資料) 帝国データバンク

(注) 調査期間は2011年7月19日~31日。カッコ内は回答シェア。

どでは新興国に匹敵する高い収益率を実現している(図表37)。一方、法人企業統計からみた2010年度のわが国製造業の利益率(当期純利益/総資産)は1.7%にすぎない。こうしたわが国を取り巻く厳しい事業環境を是正していかないと、空洞化により中長期的な成長が鈍化する恐れがある。

(図表37) 直接投資の収益率(2010年)



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成

#### 4. 総括

##### (1) 短期予測

以上の分析を踏まえ、2012年度までのわが国景気を展望すると、様々な景気下振れ要因を抱えるなかで、低めの成長が持続すると予想される(図表38)。とりわけ、海外景気の減速と円高によって、輸出の増勢が大幅に鈍化することが、わが国成長率を低下させることになる。また、厳しい国内事業環境を背景に、企業の海外シフトが一段と拡大し、その結果として、国内の設備投資の回復ペースも緩やかになる。

ただし、以下の3点を勘案すると、景気の腰折れは回避可能で、リーマン・ショック時のように大幅マイナス成長に陥るリスクは小さいとみられる。第1に、新興国景気の底堅さである。確かに、2012年の成長率は全体的に低下すると予想されるものの、中国を中心に、新興国の内需は拡大傾向を続けると予想される。新興国向け輸出の拡大が、わが国経済を一定程度下支え

(図表38) わが国の経済成長率・物価見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2011年				2012年				2013年	2010年度	2011年度	2012年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(予測)									(予測)		
実質GDP	▲6.6	▲2.0	5.6	1.2	2.3	2.0	1.7	0.9	0.4	3.1	▲0.2	1.8
個人消費	▲4.9	1.1	3.0	0.5	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6	1.6	0.3	0.9
住宅投資	7.3	▲7.8	22.4	▲3.5	3.9	3.7	8.7	1.2	▲3.9	2.3	4.6	4.0
設備投資	▲3.5	▲2.1	▲1.6	1.9	2.4	3.2	4.0	3.0	2.6	3.5	▲1.3	2.7
在庫投資(寄与度)	(▲2.9)	(▲0.0)	(1.1)	(▲0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.8)	(▲0.3)	(0.1)
政府消費	1.9	2.9	0.9	1.9	1.5	1.1	0.4	1.2	1.2	2.3	1.9	1.1
公共投資	▲7.2	29.8	▲3.9	8.1	18.2	13.0	3.5	▲4.4	▲9.8	▲6.8	5.2	6.1
公的在庫(寄与度)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	▲0.2	▲21.7	32.7	2.2	4.7	4.1	4.1	3.2	2.5	17.2	▲0.0	5.2
輸入	4.5	1.7	14.9	2.3	4.9	3.9	3.8	3.3	3.2	12.0	5.1	4.4
国内民需(寄与度)	(▲5.7)	(0.2)	(3.2)	(0.1)	(1.3)	(1.1)	(1.3)	(0.9)	(0.6)	(2.3)	(▲0.2)	(1.1)
官公需(寄与度)	(0.1)	(1.8)	(0.0)	(0.8)	(1.1)	(0.8)	(0.3)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.6)	(0.5)
純輸出(寄与度)	(▲0.6)	(▲3.9)	(2.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.8)	(▲0.7)	(0.1)

(前年同期比、%、%ポイント)

名目GDP	▲2.2	▲4.0	▲2.9	▲1.7	0.6	2.3	1.5	1.3	0.8	1.1	▲2.0	1.5
GDPデフレーター	▲1.9	▲2.4	▲2.2	▲1.4	▲1.3	▲0.4	▲0.5	▲0.2	▲0.5	▲2.0	▲1.8	▲0.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.2	0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.9	▲0.1	▲0.3

完全失業率(%)	4.7	4.6	4.4	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	5.0	4.4	4.1
円ドル相場(円/ドル)	82	82	77	77	78	79	80	80	80	86	79	80
原油輸入価格(ドル/バレル)	97	115	114	110	110	110	110	110	110	84	112	110

(資料) 内閣府、総務省、財務省などをもとに日本総合研究所作成

することが期待される。第2に、復興需要の顕在化である。被災地での建設活動が徐々に本格化し、景気を押し上げる力が強まると予想される。第3に、底堅い所得環境のなか、個人消費が緩やかに持ち直すことである。

四半期ごとのパターンをみると、2011年度後半は、ややバラツキの大きな動きが表れると見込まれる。これは、①7～9月期の猛暑・節電グッズ好調の反動減が10～12月期に表れること、②タイの洪水の影響で10～12月期の製造業生産が下振れること、③1～3月期にはタイの洪水のマイナス影響が薄れるほか自動車販売も拡大などの特殊要因を指摘できる。これらの影響が小さくなる2012年4～6月期以降、本来の景気トレンドに復帰し、2012年度末にかけて成長ペースが徐々に低下していくと予想される。

この結果、2011年度の成長率はゼロ%前後、2012年度は2%弱になる見通しである。個人消費、住宅投資、公共投資などは伸び率が高まるものの、輸出や設備投資の回復力が緩やかにとどまるため、当面は低めの成長率が続く予想される。

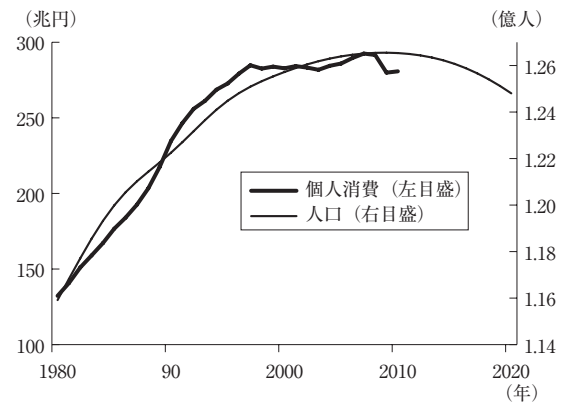
消費者物価は、資源価格が横ばいで推移するという想定のもと、小幅マイナス基調で推移する見通しである。これに連動して、GDPデフレーターマイナス傾向も持続するとみられる。

## (2) 中期展望

以上のように、2012年度は、外需の牽引力低下、内需の堅調という姿になり、結果的に「内需主導型」の成長パターンに近づく可能性が高い。もっとも、内需が堅調なのは、復興需要が見込める数年間だけである。

中期を展望すると、人口の減少ペースが加速すると予想されるため、むしろ、国内の消費市場は縮小に転じるリスクが高い(図表39)。円

(図表39) 人口と消費規模



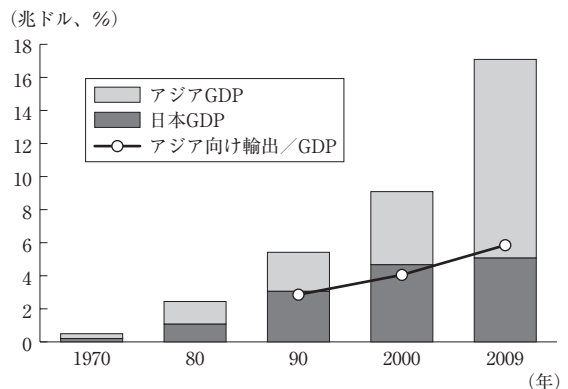
(資料) 内閣府、国連

高や海外シフトの流れに歯止めがかからないとみられるため、設備投資の本格回復も困難であろう。さらに、財政再建のための負担増も予想されるため、内需低迷がさらに強まる懸念も大きい。

このように、国内需要における下振れ圧力は払拭されないものの、新たな成長に向けた追い風も徐々に顕在化すると予想される。

まず、新興国経済が、内需に牽引されて高めの成長を続ける見通しである。中国だけでなく、インドネシア、ベトナムなど、アジア地域の他の新興国も高成長が期待できる。幸い、わが国は立地面からも東アジアの新興国需要を取り込みやすい有利な状況にある。新興国経済がわが

(図表40) アジア地域のGDP



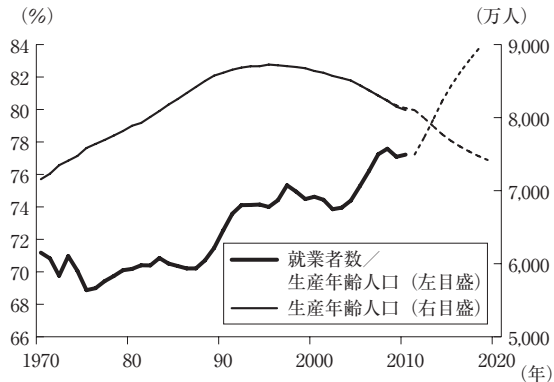
(資料) 国連、内閣府、財務省

国経済を牽引する姿が一段と鮮明になり、アジア向け輸出依存度がさらに上昇すると予想される（図表40）。

加えて、国内でも、以下のような構造変化が徐々に進展すると予想される。

第1に、物価下落圧力が弱まっていく可能性である。生産年齢人口の減少により、労働需給は急速に逼迫する見通しで、スキルのミスマッチの解消が進めば、高スキル分野を中心に雇用・賃金が回復に向かう可能性がある（図表41）。加えて、資源価格の上昇や、企業のコスト削減余地の低下なども、販売価格の押し上げ要因として働く。15年にわたって下落が続いてきた消費者物価は、上昇に転じるタイミングが視野に入ってくることになろう。

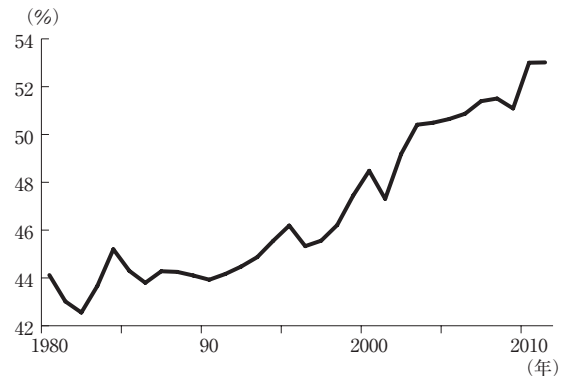
（図表41）生産年齢人口と就業者数



（資料）総務省、厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所  
（注）就業者／人口の先行きは、足元の就業者数で横ばいと想定。

第2に、製造業の産業構造の変化が期待される。円高や非価格競争力の低下により、国際市場におけるわが国企業の最終製品のプレゼンス低下が危惧されている。一方、技術・品質面での優位性を持つ部品・素材では、引き続き高い競争力を保っている。今後のわが国製造業の方向性も、最終製品ではなく、幅広い製品に使用される部品・素材に注力することになる可能性

（図表42）鉱工業生産に占める生産財のシェア



（資料）経済産業省  
（注）直近（2011年）は1～9月平均。

が高い。わが国製造業における生産財シェアが一段と上昇し、世界各国の原材料生産拠点としての位置付けが強まってくると予想される（図表42）。

主任研究員 忒村 秀樹

(2011. 11. 25)