
けいざい早わかり 2011年度第11号

2012年の日本経済

【目次】

- Q1. 景気はようやく持ち直してきましたね？ p.1
- Q2. 2012年の国内景気にとっての懸念材料は何ですか？ p.2
- Q3. 国内景気にとってプラス材料はありますか？ p.4
- Q4. 国内景気が失速するリスクはあるのでしょうか？ p.5

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 (chosa-report@murc.jp)

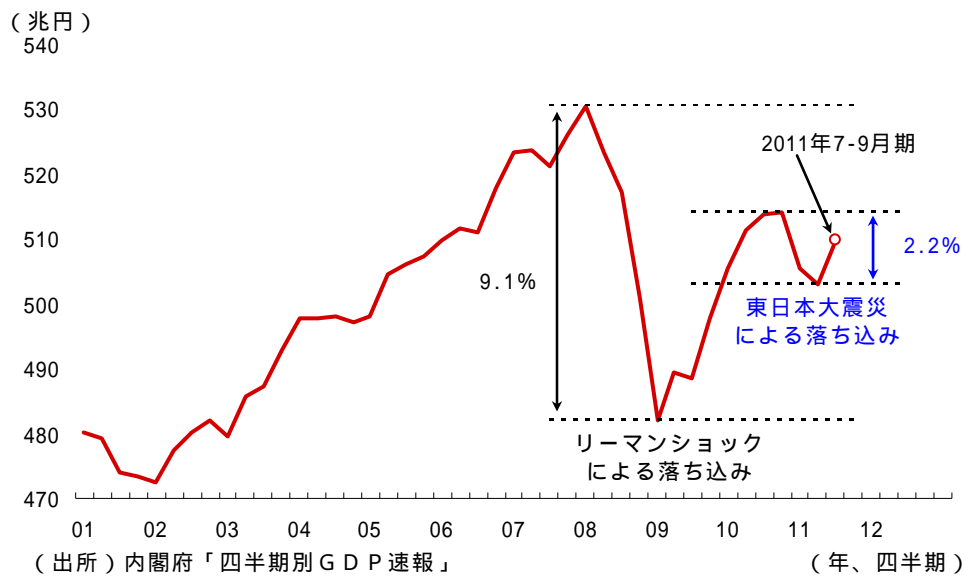
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q1．景気はようやく持ち直してきましたね？

- ・ 東日本大震による大きなダメージによって、国内景気は急速に悪化しましたが、夏ごろにはかなり持ち直してきたといえます。実質GDPは2011年1～3月期には前期比-1.7%（年率換算値では-6.6%）と大幅なマイナスを記録し、4～6月期も同-0.5%（同-2.0%）と落ち込みが続きましたが、7～9月期には前期比+1.4%（同+5.6%）と急回復しました。
- ・ 実質GDPの水準でみると、震災前のピークであった2010年10～12月期からの落ち込み幅は2.2%となっており、リーマンショックのあった2009年1～3月期にかけての落ち込み幅9.1%と比べると小幅にとどまっています（図表1）。

図表1．実質GDPの水準（季節調整値）

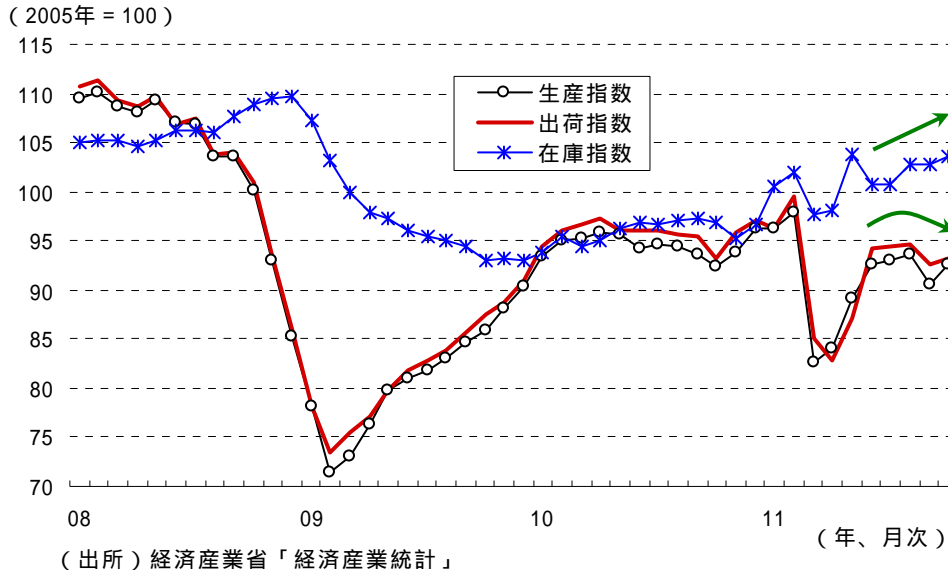


- ・ こうした持ち直しの背景にあるのが、震災からの復旧が急速に進んできたことです。震災によって企業のサプライチェーンが寸断され、被災地での供給力の低下が全国の生産活動に大きな支障をもたらしましたが、復旧の進展とともに供給不足が解消されてきました。中でも自動車の生産は震災直後に約2割の水準にまで低下しましたが、現在ではほぼ元の状態に戻っています。また、原発事故の影響などから東北電力・東京電力管内で電力不足に陥ったため、夏場には電力不足が景気回復の障害になるとの懸念がありましたが、節電の工夫により企業の生産活動を大きく押し上げる要因とはならなかったようです。
- ・ しかし、こうした景気の持ち直しの動きは、秋以降は一巡しつつあり、足元では景気に停滞感が広がってきています。なぜ、ここにきて風向きが変わってきたのでしょうか。最大の理由は需要と供給のバランスが変化したためと考えられます。震災後は極端な供給不足の状態に陥ったため、供給が回復すれば、それに合わせて満たされていなかった需要が顕在化するという状況でした。しかし、秋以降に発表された一部の経済指標から判断すると、供給が需要に追いついたと考えられ、さらに需要の大きさを上回った供給過剰の状態になっている可能性も指摘されます。

Q2 . 2012 年の国内景気にとっての懸念材料は何ですか？

- ・ 国内景気に停滞感が広まりつつある具体的な動きとしては、第一に、震災後に急回復してきた製造業の生産活動の勢いが弱まっていることが挙げられます。4月から8月まで5ヶ月連続で前月比増加を続けていた鉱工業生産指数は、9月にはマイナスに転じました。10月には再び増加に転じていますが、勢いは明らかに鈍ってきています(図表2)。しかも在庫の増加が続いており、在庫調整圧力によって生産が下振れる懸念が出てきています。中でも鉄鋼、化学といった素材業種や電子部品・デバイスでの在庫の積み上がりが目立っています。
- ・ 在庫が積み上がっているのは、生産能力が急回復してきたという供給サイドの動きによるものだけでなく、出荷指数が今年6月以降はほぼ横ばい圏内で推移している、すなわち需要の勢いが弱くなっていることも原因であると考えられます。
- ・ 第二に、震災以降の急速な景気回復を支えてきた輸出の勢いが弱まっていることが挙げられます。中でも、金融引き締め効果によって景気回復の勢いが鈍っているアジア諸国向けの輸出が、震災以降も持ち直してきていません。また、業種別では素材関連や半導体・電子部品などの弱さが目立っていますが、こうした需要の弱さが在庫の積み上がりにつながっていると考えられます。

図表2 . 足元の生産・出荷は横ばい圏内、在庫は上昇基調



- ・ このように国内景気に停滞感が広まっている中で、2012年の景気の最大のリスク要因は海外景気の下振れの可能性であるといえます。中でも欧州の財政金融危機の行方が鍵を握っているといえるでしょう。12月8日のECB(欧州中央銀行)の利下げや、12月9日のEU首脳会議における債務危機への総合対策の合意により欧州問題への懸念が後退し、金融市場もいったん落ち着きを取り戻しています。しかし、欧州各国の国債の格下げの可能性や、財政規律の強化のための新条約を巡る今後の各国政府・議会の対応の行方など、不安材料は山積み状態です。また、欧州各国とも財政規律の厳正化が景気のマイナス要因となり、2012年の

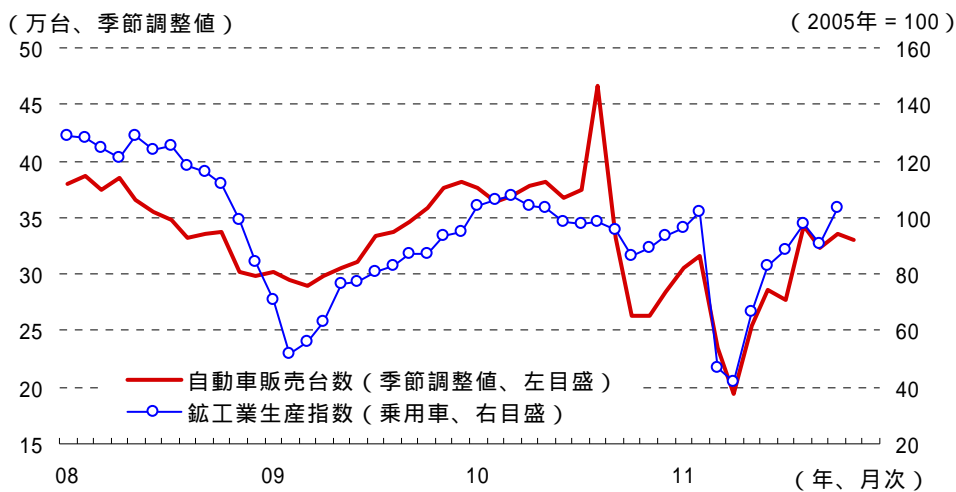
景気も楽観視できる状況ではありません。財政赤字の問題が短期間のうちに解消することは極めて難しく、2012年中も財政金融の問題が再燃するリスクは残り続けそうです。¹

- もし欧州の財政金融危機が再び高まることになれば、金融市場の混乱を通じて、海外景気の下振れリスクが高まることになります。海外の需要が弱まれば、円が史上最高値圏で推移していることも加わって、日本の輸出環境が著しく悪化することになります。また、金融市場の混乱は株安や一段の円高につながりかねないという面もあります。

Q3．国内景気にとってプラス材料はありますか？

- 国内景気にとって明るい材料もあります。第一に、公共投資を中心とした震災の復興需要が景気の押し上げ要因として期待されます。がれきの処理などに手間取っていることもあって、震災後の復旧・復興作業への取り組みは遅れがちとなっており、公共投資の景気の押し上げ効果はこれまで小幅にとどまっています。しかし、復旧・復興作業の動きがようやく広がりつつあり、第3次補正予算の成立に伴う押し上げ効果も加わって、2012年前半は景気全体を大きく押し上げることが期待できそうです。
- 第二に、自動車の販売が好調を維持していることも明るい材料といえるでしょう。震災後の供給制約によって品不足に陥り、需要が先送りされていた自動車販売は、その後の急速な生産回復に合わせて順調に増加しています（図表3）。自動車各社は、2011年度上期の生産の落ち込みを挽回するために、今後も増産体制を強化する方針であり、それに合わせて販売も高まってくるでしょう。タイの洪水の影響が懸念されましたが、それほど大きな支障にはならないようです。

図表3．自動車販売および生産の推移



(注) 自動車販売台数の季節調整値は当社試算
 (出所) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、
 全国軽自動車協会連合会「軽四輪車新車販売」、経済産業省「経済産業統計」

¹ 海外経済の内容は12月13日発表「けいざい早わかり2011年度第10号 海外経済の下振れリスクについて」(http://www.murc.jp/report_pdf/20111213_154337_0686201.pdf)を参照して下さい。

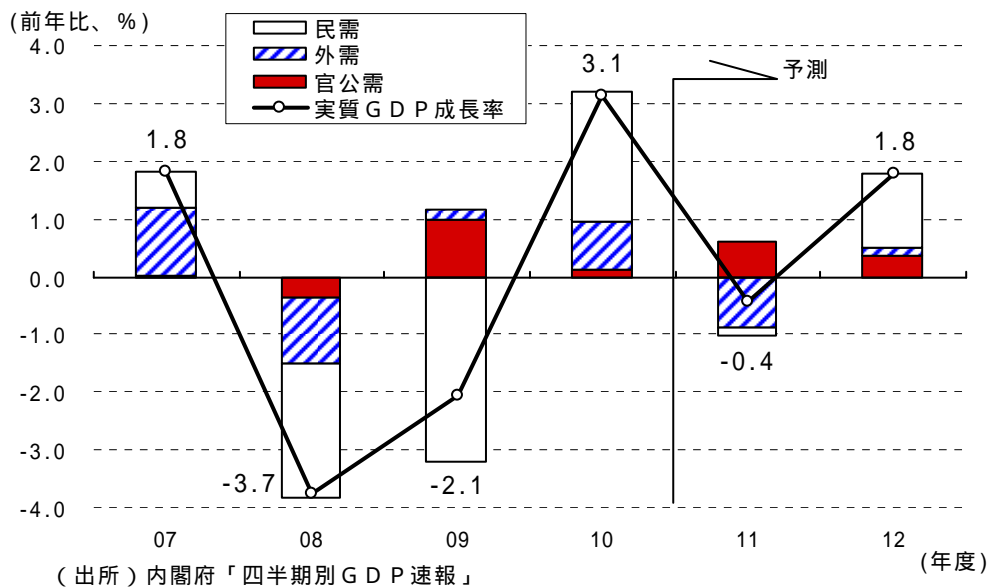
- ・ 自動車の需要は、ガソリン価格の高止まりや省エネ意識の高まりからエコカーや小型車を中心に強まっており、消費全体を押し上げる効果が期待されています。さらに、現在検討されているエコカー減税の延長やエコカー購入時の支援金の復活が実現すれば、自動車販売の押し上げに寄与する可能性があります。
- ・ さらに、自動車の輸出も好調を維持しています。国内市場と同様、震災後の供給不足により海外市場においても日本車の在庫が減少するという事態が発生しました。こうした減少した在庫を復元するための輸出に加え、米国ではガソリン価格の下落を受けて自動車販売台数が増加基調に転じるなど、海外市場で自動車の需要が回復していることも輸出にとってプラス材料となりそうです。
- ・ ただし、自動車販売を除いた個人消費には高い伸びは期待できそうにありません。震災後の自粛ムードが徐々に薄れつつあり、サービス関連の支出が持ち直しているというプラス面はあります。しかし、一時は高い伸びを記録した薄型テレビの販売が夏以降は低迷しているほか、夏場に消費を盛り上げたエアコンなどの節電家電も反動によって減少傾向にあります。

Q4．国内景気が失速するリスクはあるのでしょうか？

- ・ これまで述べたように、2012年の国内景気には、それぞれ明るい材料と懸念される材料とがありますが、前半は懸念材料の方がやや強まりそうです。
- ・ 寸断されたサプライチェーンの復旧がほぼ終了し、電力不足問題への対応も整いつつあり、供給力の制約は概ね解消されています。しかし、国内外の需要が力強さに欠ける中で、実質GDP成長率が7~9月期のような高い伸びを続けることは難しいと考えられます。在庫調整の動きと海外景気の伸びの鈍化による輸出の弱含みを受けて、景気はいったん停滞局面に入る可能性があります。中でも、欧州の財政金融危機の動向は、引き続き世界景気の波乱要因となるでしょう。
- ・ ただし、国内景気が失速に至るリスクは小さいと考えられます。公共投資の増加が続くなど復旧・復興需要が本格化し成長率を押し上げることに加えて、自動車の販売が好調を維持し個人消費を下支えするためです。エコカー減税が延長され、エコカー購入時の支援金が支給されることになれば、自動車販売にとってはさらに好材料となります。
- ・ 年後半は、徐々に国内景気の持ち直しの動きが強まってくるそうです。公共投資の押し上げ効果や自動車の販売好調は一巡してくると思われそうですが、海外景気の回復ペースが高まってくることを受けて、輸出が底堅く推移すると予想されるためです。欧州の財政金融市場の動向次第では下振れするリスクが残るものの、アジア諸国や米国の経済は総じて底堅い推移が予想されます。米国の景気の底堅さが徐々にアジアや欧州にも波及していくと思われ、輸出環境は好転していく見込みです。また、海外景気の先行き不透明感が後退してくれば、円高圧力も次第に弱まってくるでしょう。さらに、企業業績の改善によって、年後半には設備投資も増加基調に転じると予想され、先送りされた投資が復活してくれば増加に弾みがつきそうです。

- ・ 景気のけん引役は、年前半の官公需から後半は民需、外需にバトンタッチされることとなります。けん引役の交替は順調に進むと予想され、このタイミングでも景気が失速するリスクは小さいとされます。
- ・ 年度の実質成長率の見通しは、2011年度は前年比同 - 0.4%と2009年度以来のマイナス成長に陥ると予想されます（図表4）。復興需要に支えられて官公需の寄与度がプラスを確保するものの、輸出の落ち込みによって外需の寄与度がマイナスとなる見込みです。個人消費、企業の設備投資といった民需も弱いでしょう。これに対し、2012年度は前年比+1.8%とプラス成長に転じると予想されます²。年度前半を中心に官公需の寄与度がプラスとなることに加え、年度後半には輸出の回復を背景に外需の寄与度がプラス寄与に転じる見込みです。個人消費、設備投資とも緩やかな増加基調が続くため、民需は底堅く推移することになりそうです。

図表4．実質GDP成長率の需要別寄与度



お問合せ先 調査部 小林 真一郎
E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。

² 日本経済見通しについての詳細な内容は12月12日発表の調査レポート「2011/2012年度経済見通し(2011年12月)」(http://www.murc.jp/report_pdf/20111212_141059_0322693.pdf 6201.pdf)を参照して下さい。