

調査レポート

日本経済ウォッチ (2012年3月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～ 新たな将来人口推計と経済成長の見通し～
2. 景気概況 p.2
～ 景気は緩やかに持ち直している～
3. 今月のトピック: 当面の海外経済の動向について..... p.3～11
～ 回復の動きが強まっていくが、原油価格高が懸念材料～
 - (1) 欧州経済はいつ立ち直るのか? ～ 回復のタイミングは 2012 年後半以降
 - (2) 米国景気の展望 ～ 徐々に回復力が増してくる
 - (3) 懸念される原材料価格の上昇

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、尾畠 未輝 (chosa-report@murc.jp)
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL: 03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～新たな将来人口推計と経済成長の見通し～

今年1月、国立社会保障・人口問題研究所（以下、「社人研」）が、およそ5年に1度見直される「日本の将来人口推計」の最新結果（2012年1月推計）を公表した（図表1）。前回の推計（2006年12月推計）とその後の実績値を比べると、合計特殊出生率、総人口とも高位予測に対して大きく上振れする結果となっている。出生率は2005年に過去最低となったが、「団塊ジュニア」と呼ばれる世代が30歳代に達したこともあって、2010年には1.39まで上昇し、予測値の1.33を上回った。

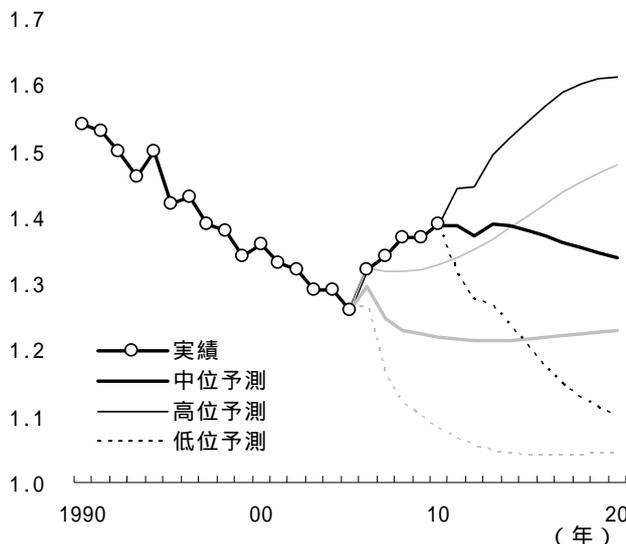
こうした足元の動きに合わせ、今回の推計では出生率と総人口がともに上方修正された。しかし、中位予測をみると、過去5年間の上振れは一時的な動きとみなされ、2011年以降、出生率は再び低下基調に転じ、総人口は減少が続くと見込まれている。2020年の合計特殊出生率は1.28（2010年比-0.03）、総人口は1億2410万人（同-396万人）である。

人口動態は中長期にわたって経済成長に緩やかに影響を与える。今後も、総人口の減少と少子高齢化の進行は、需要と供給の縮小を通じて成長率を抑制する要因となるだろう。ただし、人口予測は、様々な要因によって振れやすい。社人研の推計では、2020年の総人口は、最大ケース（出生高位・死亡低位）で1億2579万人、最小ケース（出生低位・死亡高位）で1億2239万人と約340万人の差がみられる。この予測結果を使って、労働生産性（1人あたり実質GDP成長率）の当社の見通しを基に2020年の実質GDPを計算すると、人口動態の差によって、最大ケース（557.5兆円）と最小ケース（542.4兆円）で約15兆円の差が発生する。

この実質GDP成長率の差は年率0.3%ポイント程度であり、実際には振れ幅がもっと小さいであろうことを勘案すると、人口動態が当面の経済成長に及ぼす影響はそれほど大きくないと言えよう。また、資本が一定と仮定すれば、1人当たりの資本が増加することで労働生産性の伸び率が高まるとも考えられる。今回の推計結果で、日本の中期的な経済の姿が大きく変わることはなさそうである。

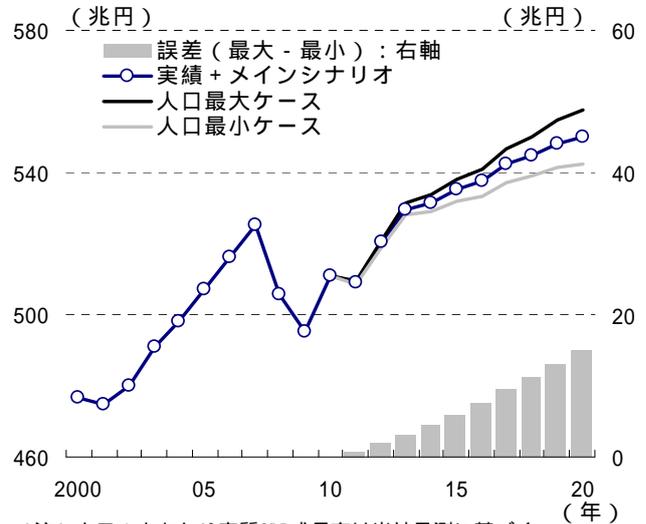
（尾島 未輝）

図表1 合計特殊出生率



（注）薄い線は2006年12月推計、濃い線は2012年1月推計。
（出所）国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口推計」
厚生労働省「人口動態統計」

図表2 実質GDP



（注）人口1人あたり実質GDP成長率は当社予測に基づく。
（出所）国立社会保障・人口問題研究所
「日本の将来人口推計（2012年1月推計）」
総務省「人口推計」「国勢調査」、内閣府「国民経済計算年報」

2. 景気概況 ～景気は緩やかに持ち直している～

景気は緩やかに持ち直している。海外景気の動向など懸念材料はあるものの、先行きも持ち直しの動きが続くと見込まれる。

10～12月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比 -0.6% （同年率 -2.3% ）とマイナスとなった。しかし、その後発表された同期の法人企業統計で設備投資が前期比 $+11.9\%$ と急増しており、2次速報値では大幅な上方修正が見込まれる。また、在庫や公共投資も上方修正される可能性がある。昨年10～12月期にかけて、輸出低迷により景気を持ち直しテンポが緩やかになったことは確かだが、それほど深い調整ではなかったようだ。

10～12月期の法人企業統計の設備投資については、これまで4四半期連続で前期比減少していた非製造業で前期比 $+16.5\%$ と急増したため、全産業でも大きく伸びた（製造業でも同 $+4.2\%$ と増加）。震災後の復旧関連投資などが活発となっている可能性があるが、国内の新規投資に慎重である企業の基本スタンスには大きな変化はないと考えられる。全産業の売上高（前期比 $+0.8\%$ ）、経常利益（同 -2.1% ）とも本格的な回復には至っておらず、持ち直しに転じたとはいえ、今後は緩やかな増加ペースにとどまる可能性が高い。

製造業の生産活動は持ち直しの動きが続いている。1月の鉱工業生産指数は前月比 $+2.0\%$ と2ヶ月連続で増加し、指数の水準は東日本大震災後の回復局面における最高水準を更新した。製造工業生産予測指数によれば、2月、3月も増加が続く見込みであり、予測指数通りの伸びとなれば、3月の水準は震災直前の2011年2月を上回るまで回復することになる。生産回復の原動力となっているのが自動車である。自動車生産の増産を受けて、これまでは在庫調整のために生産を抑制していた素材業種など周辺産業でも活動が上向きつつあり、自動車の増産効果が他の産業にも波及してきた可能性がある。

一方、輸出は海外経済の回復ペースが鈍っているため横ばいにとどまっている。1月の実質輸出は前月比 $+0.2\%$ と2ヶ月連続で増加したが、小幅の増加にとどまっており、横ばい圏内から抜け出せていない。1月は中国の春節の影響で輸出が一時的に停滞した可能性があり、2月にはその反動で増加する可能性がある。しかし、水準自体は生産の回復度合いと比較すると低いままである。

個人消費は、1月の家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）が前月比 -0.1% と3ヶ月連続で減少するなど一部に弱い動きもみられるが、自動車の販売好調が続くなど、総じてみると底堅さは失われていない。12月の1人当たりの現金給与総額が前年比 $+0.1\%$ と7ヶ月ぶりに増加に転じるなど、所得も下げ止ってきた。

今後は、政策効果に支えられて自動車の生産・販売増加が続き、減少していた公共投資が増加してくると見込まれ、景気持ち直しの動きが続こう。円高の一服、米国経済の持ち直しなど輸出環境も好転しつつある。ただし、欧州の財政金融危機の行方、原油価格など国際商品市況上昇が世界経済に及ぼす影響などの懸念材料は残っている。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：当面の海外経済の動向について

～回復の動きが強まっていくが、原油価格高が懸念材料～

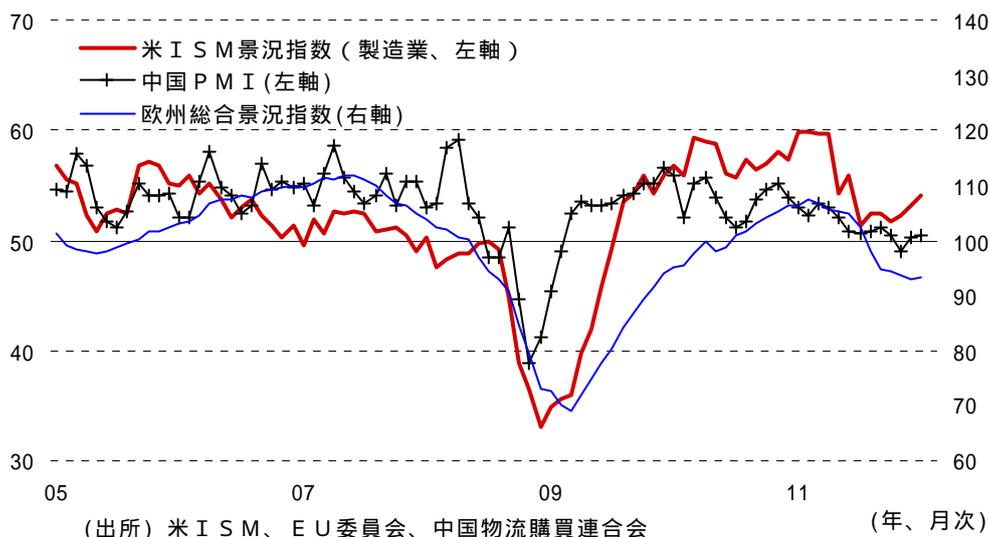
ギリシャの第2次支援の合意を受けて、金融市場では世界景気に対する先行き楽観的な見方が広まっており、世界的に株価が上昇し、外国為替市場では資金の逃避先とされて実力以上に買われてきた円に調整の動きが広がっている。こうした楽観的なムードは、現実のものとなっていくのだろうか。海外経済で回復の動きが強まれば、日本の景気にとっても大きなプラス材料であるが、先行き不安はないのだろうか。

今月は、日本経済の先行きを大きく左右する海外経済の当面の動向について考えてみた。

(1) 欧州経済はいつ立ち直るのか？～回復のタイミングは2012年後半以降

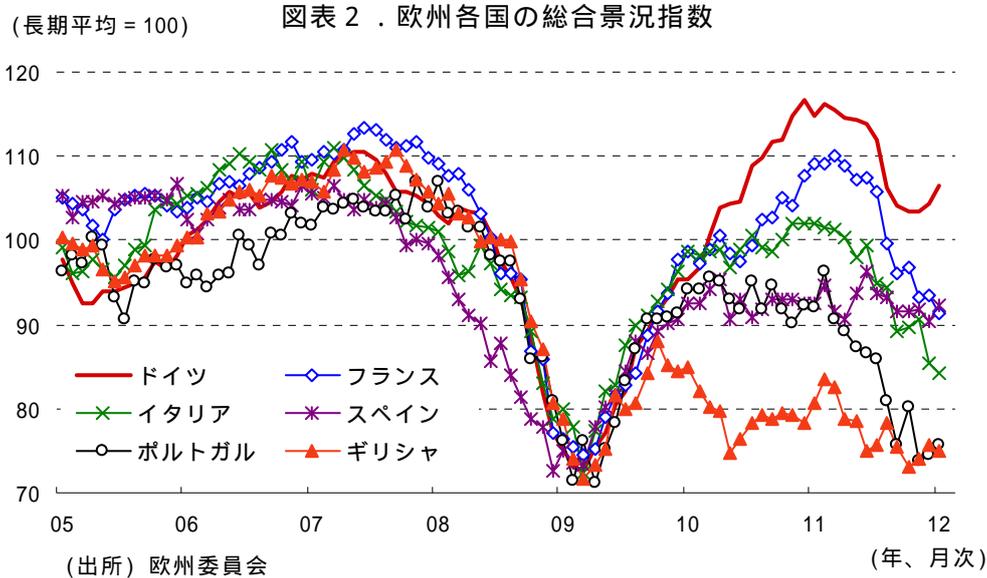
各国・地域の景況感を比べると、それぞれの景気の状態が一樣ではないことがわかる(図表1)。まず米国では、製造業のPMI景況指数が上昇トレンドに転じており、着実に回復力が強まってきていることがわかる。この米国での景気回復の動きが、やがては世界景気回復につながると期待され、こうした期待感の高まりが現在の楽観的な見方につながっていると思われる。一方、中国のPMI(製造業購買担当者指数)では、底打ちの兆候はあるものの50近辺で足踏み状態にあり、明確な改善の動きには至っていない。また、欧州では総合景況指数が低下傾向にあり、景気の低迷が続いていることを示している。

図表1. 米・中・欧の景況指数の推移

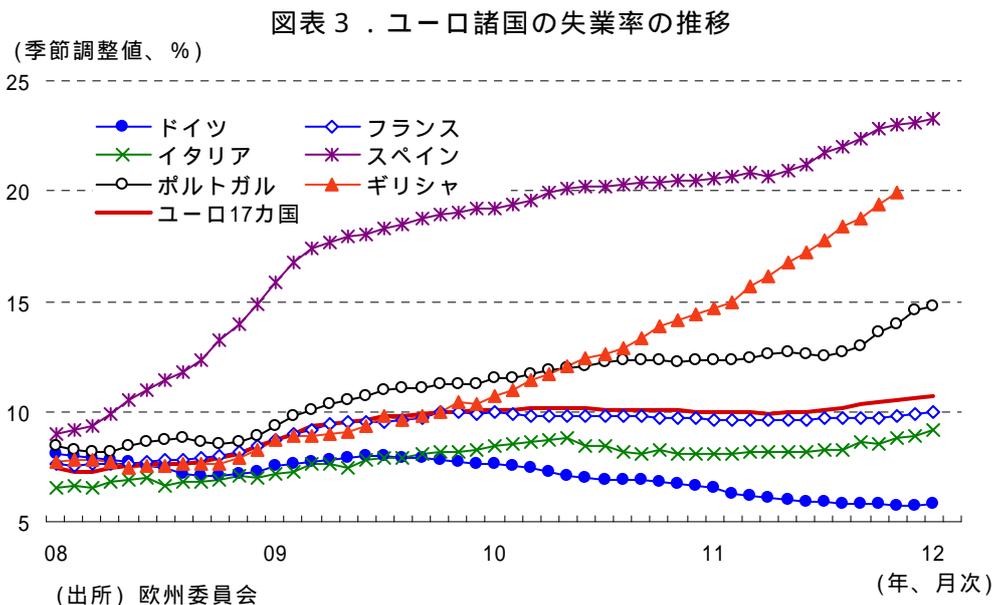


まず、景気の低迷が続いている欧州の状況からみていこう。欧州景気は総じてみると低迷しているが、個別の国では状況が異なる。各国の総合景況指数をみていくと、ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペインといった財務危機国では低迷が続いており、最近ではフランスで急速に悪化している(図表2)。しかしドイツでは、2011年においては年初から

景況感の悪化が続いていたが、足元では持ち直しに転じている。このように、欧州内では景気の状態に格差があり、最近ではさらに拡大する傾向にある。

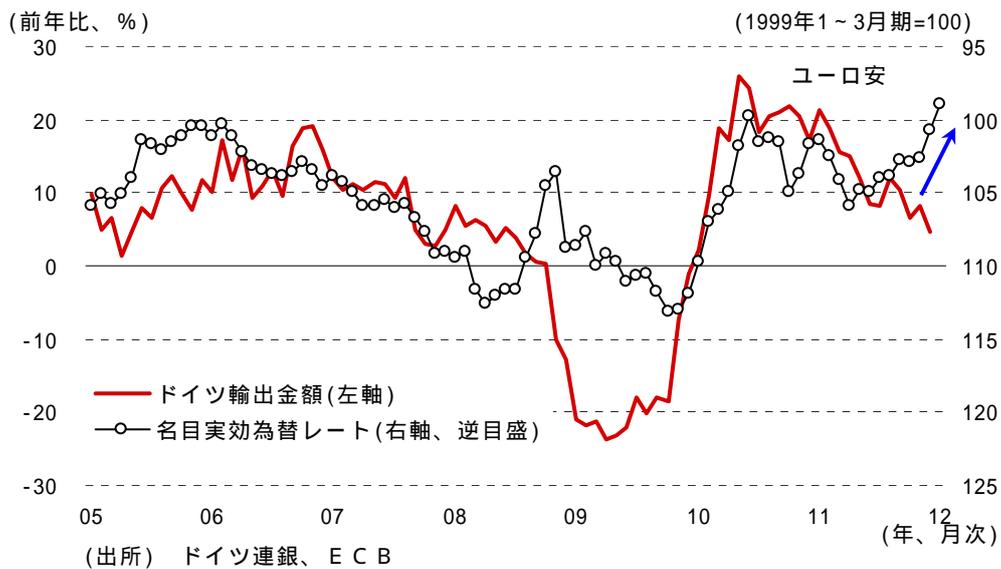


こうした格差の広がり、失業率にも現れている。ユーロ導入 17 カ国の平均失業率は 2008 年には 7% 台前半であったが、足元では財務危機国の上昇によってユーロ導入後の最悪水準を更新中であり、2012 年 1 月には 10.7% に上昇している (図表 3)。一方、ドイツの失業率は 2009 年半ばには 9.0% まで上昇したものの、その後は低下が続き、2012 年 1 月には 5.8% と東西統一後の最低水準近辺まで低下している。



こうしたドイツ経済の好調の背景にあるのが、ユーロ安が追い風となって好調に推移している輸出である。もっとも、ユーロ安が進んでも、海外需要が落ち込めば輸出は低迷する。このため、2011年末にかけては、世界景気の減速を反映してユーロ安が進展する中でもドイツの輸出の伸びは鈍化している（図表4）。ただし、ユーロは依然として安値圏で推移しており、輸出環境は良好な状態が続いている。このため、世界景気が持ち直してくれば、ドイツの輸出増加に弾みがつくことが期待される。

図表4．ユーロ安とドイツの輸出動向

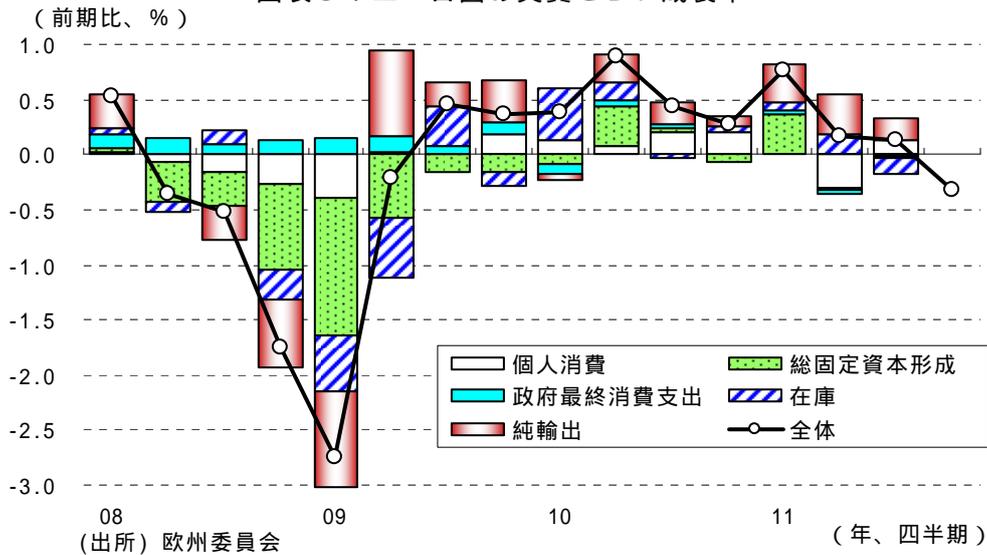


ユーロ圏の実質GDP成長率については、リーマンショックによる落ち込みから立ち直った後は前期比でプラス成長が続いていた（図表5）。需要項目別にみると、外需が堅調に推移して全体を押し上げている。2010年10～12月期から2011年7～9月期までの1年間の実質GDP成長率は前年比+1.8%であるが、内需寄与度が+1.0%であるのに対し、外需寄与度は+0.9%とほぼ同じである。

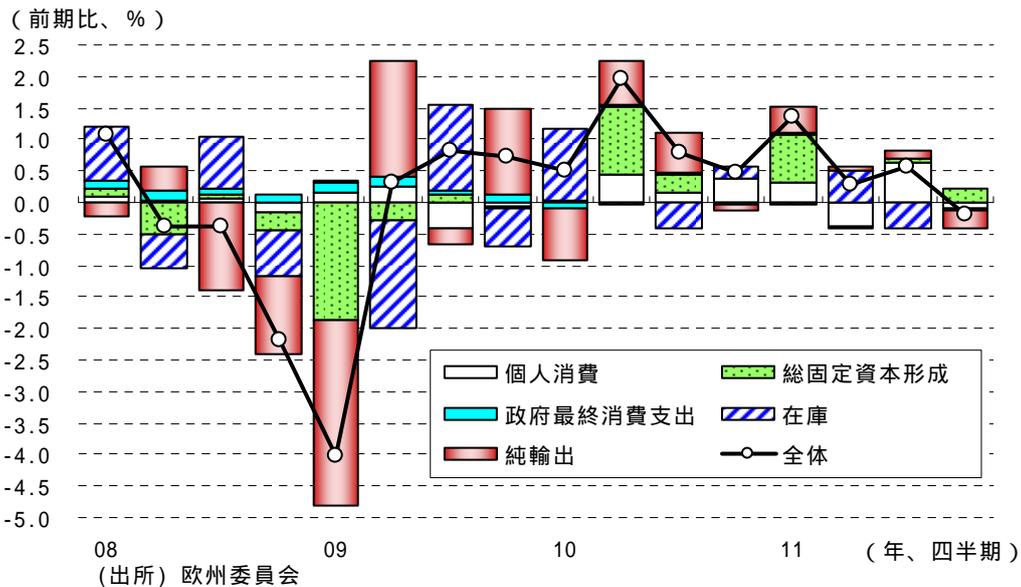
しかし、2011年10～12月期（速報値）は、外需寄与度がマイナスに転じたと考えられ、全体でも10四半期ぶりに前期比-0.3%とマイナスに転じた。2012年1～3月期もマイナス成長が続き、景気後退局面入りする可能性が指摘されている。

ドイツでも10～12月期は実質GDP成長率が前期比-0.2%に落ち込んだが、総合景況指数が上昇するなど景気の先行き懸念は高まっていない。ドイツの実質GDP成長率の伸びの内訳をみると、外需寄与度もプラス基調にはあるが、目立つのが内需の底堅さである（図表5）。2010年10～12月期から2011年7～9月期までの1年間の実質GDP成長率は前年比+3.5%であるが、外需寄与度が+0.9%であるのに対し内需寄与度は+2.7%と高く、内需が景気を牽引している。ドイツの場合、輸出の増加によって内需が活性化し、雇用環境も改善を続けるといった好循環の状況にある。

図表5．ユーロ圏の実質GDP成長率



図表6．ドイツの実質GDP成長率



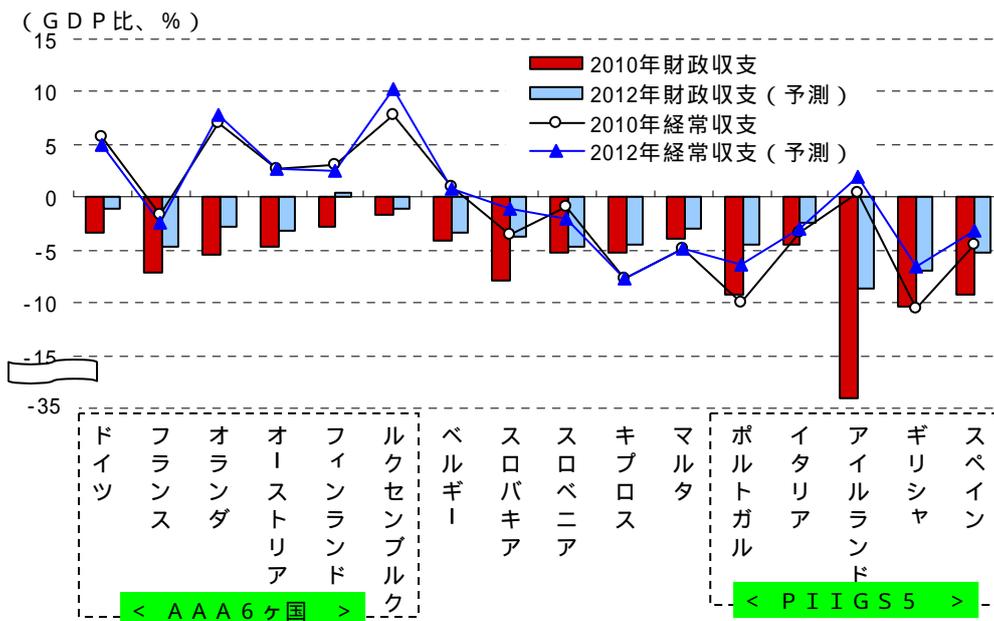
今後、米、アジアの景気が持ち直してくれば、ドイツを中心にユーロ圏全体の輸出が改善し、緩やかに景気回復力も高まっていくことが期待され、財政金融危機の懸念も徐々に後退していこう。2012年4～6月期までは、実質GDP成長率が前期比でマイナスとなる可能性も含めて低迷が続くと考えられるが、7～9月期以降はプラス基調が定着していくものと予想される(図表7)。それでも、財政の緊縮策や高い失業率によって回復力にも限界があり、2013年度までは年率換算で2%程度の緩やかな回復ペースにとどまるであろう。

図表7．欧州経済（ユーロ17ヶ国）の見通し



もともと、ギリシャ向け第2次金融支援の合意により財政金融危機の懸念が一服しているとはいえ、しばらくはユーロ圏の財政収支、経常収支の状態に大きな改善はない見込みであり(図表8)、財政金融危機の懸念がくすぶり続ける可能性が高い。各国の政治情勢や、財政赤字削減の進捗状況によっては、今後も懸念が再燃する局面が予想され、景気の低迷期が長期化することも想定される。

図表8．欧州各国の財政収支・経常収支～短期的には大きな変化はない見込み

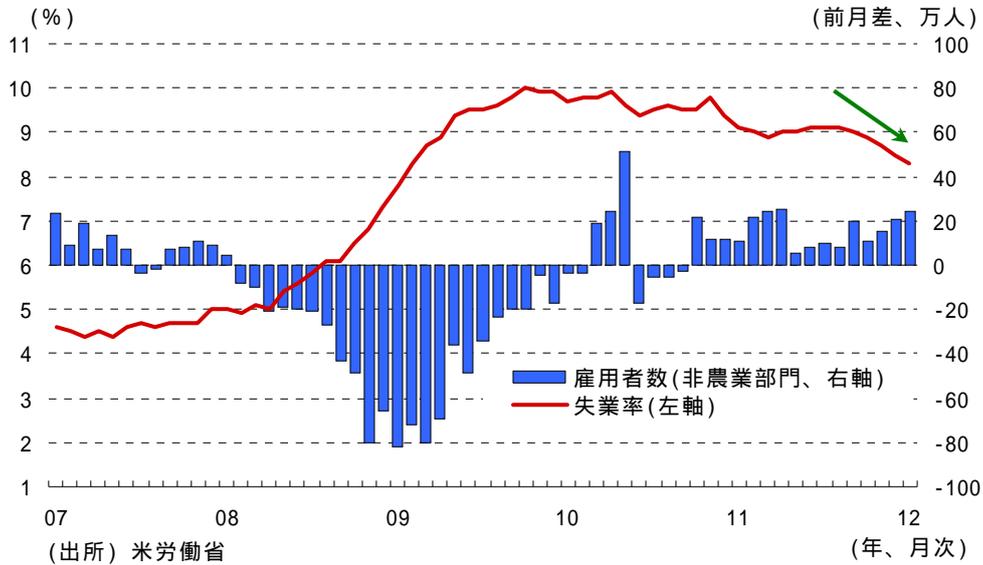


(注) AAA 6ヶ国は2012年1月S & Pが格下げを行うまで最高格付けを維持していた国
 (出所) IMF (2011年9月)

(2) 米国景気の展望～徐々に回復力が増してくる

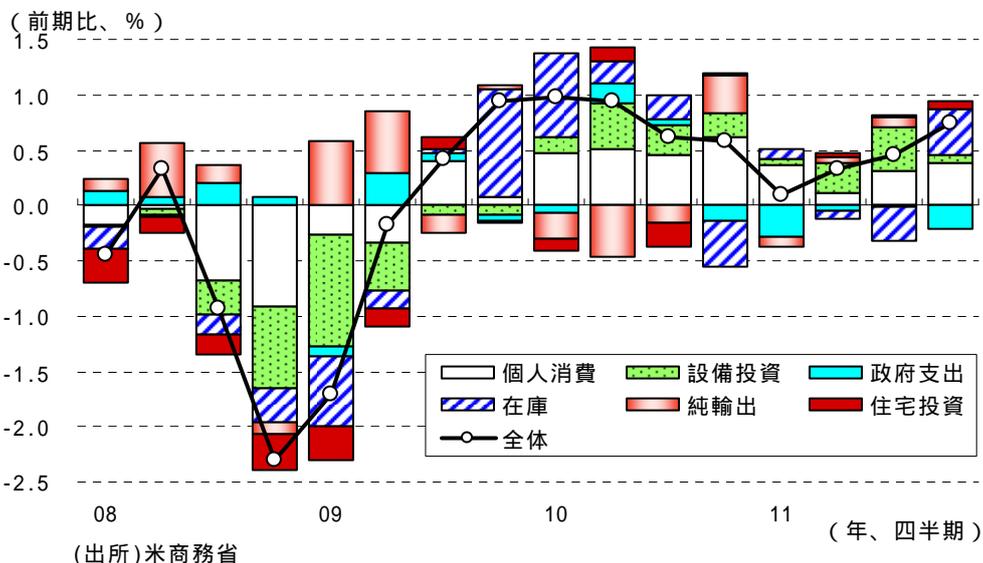
米国では雇用者の増加ペースが高まりつつあり、失業率も低下傾向にある。遅れていた雇用環境がようやく改善してきたことで、今後も所得の増加を通じて個人消費を押し上げると期待される。

図表9．改善する米国の雇用環境



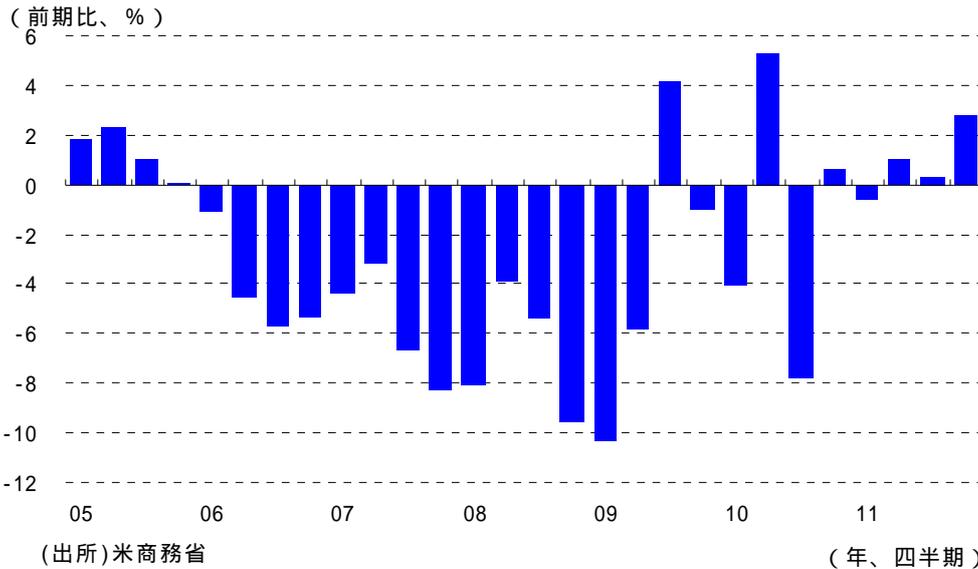
米国の2011年10～12月期の実質GDP成長率は年率換算値+3.0%と、徐々に回復力が強まってきているが、その原動力となっているのが個人消費である。家計のバランスシート調整に目途がたってきたことに加え、雇用環境が改善していることが消費の押し上げにつながっていると考えられる。特に足元では自動車を中心に耐久財消費が堅調に伸びている。また、企業業績の回復を受けて設備投資も順調に拡大している。一方、緊縮財政政策により地方政府を中心に政府消費が落ち込んでおり、景気の足を引っ張っている。

図表10．米国の実質GDP成長率～持ち直しの動きが強まっている



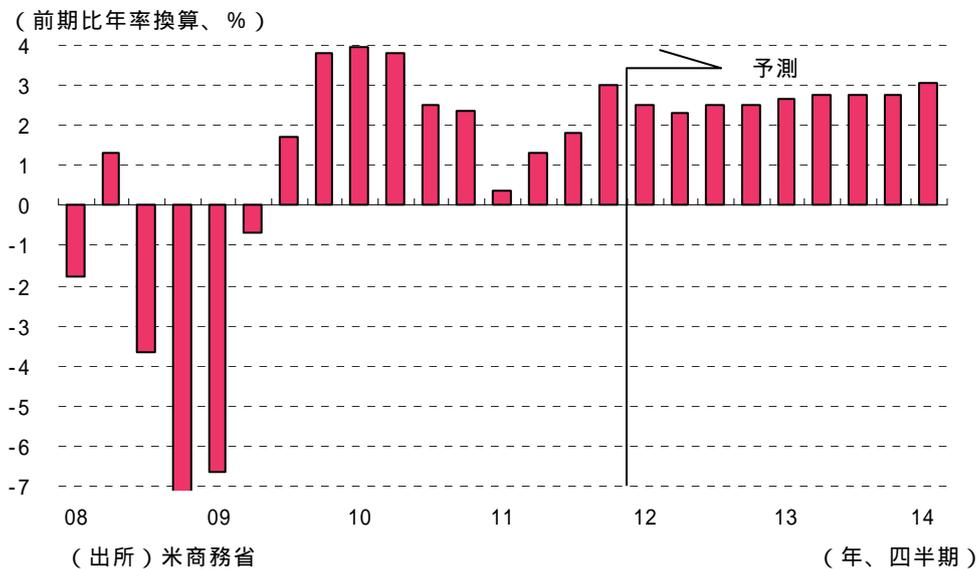
2006年以降、景気を押し下げる要因となってきた住宅投資の落ち込みは、下げ止った後もしばらくは一進一退の状態が続いていた（図表11）。しかし、2011年10～12月期まで3四半期連続で前期比プラスとなり、ようやく底入れの動きが広がってきた。住宅市場の回復ペースは鈍く、今後も景気押し上げ効果は限定されると考えられるが、少なくとも景気回復の足を引っ張るリスクは小さいといえるだろう。

図表11．米国の住宅投資の状況～底打ちの動きが広がる



米国景気は個人消費や設備投資などの民需を中心に今後も底堅さを持続できる見込みで、実質GDP成長率は年率換算値でおおむね2%を越える水準で推移すると予想される。他地域に先駆けて回復することになりそうで、世界経済のけん引役としての期待がかかる。

図表12．米国経済の見通し～底堅い推移が見込まれる



(3) 懸念される原材料価格の上昇

以上見てきたように、米国では2012年～2013年は2%台半ばの成長率を達成すると見込まれる(図表13)。米国経済の回復は、中でもアジア経済にとってプラスの効果をもたらせることになる。アジアでは、中国の成長率の伸びが小幅鈍化するものの、高い水準を維持することが可能であり、その他の地域でも金融緩和余地の拡大を受けて順調な回復が続くと見込まれる。

一方、欧州では2012年はほぼゼロまで悪化するが、米国、アジア向け輸出が持ち直してくることから、2013年にかけては持ち直しの動きが広がってくると予想される。それでも、財政健全化を達成する過程においては、1%台と他地域に比べて低い成長率を余儀なくされよう。

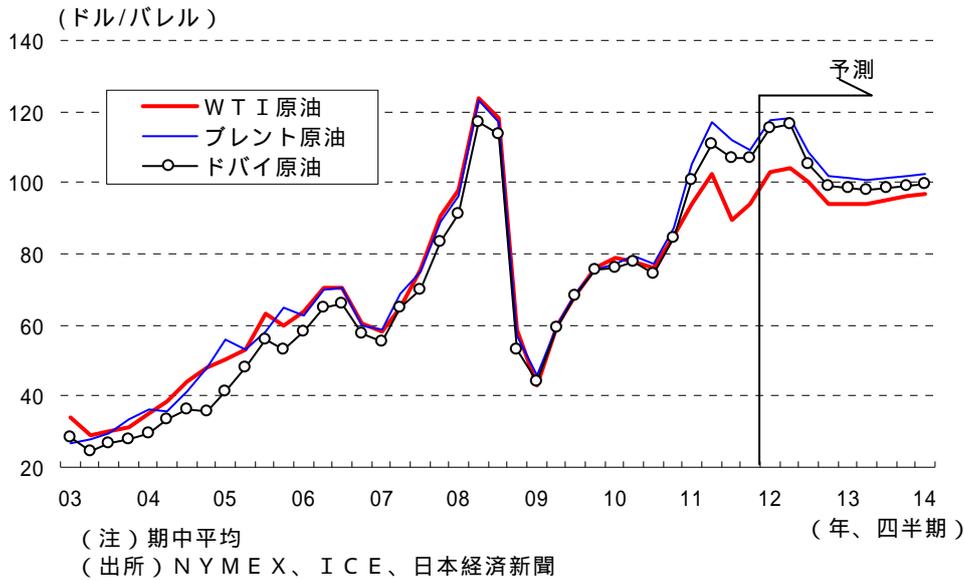
当面は世界経済にも厳しさが残るため、日本からの輸出も伸び悩む可能性があるものの、2012年度後半からは外需の持ち直しとともに輸出の改善ペースも高まってこよう。

図表13. 海外経済の予想～2012年は欧州以外では底堅い動きが見込まれる

		2008	2009	2010	2011	予測 (%)	
						2012	2013
米国	前年比	0.0	-3.5	3.0	1.7	2.4	2.6
欧州	前年比	0.3	-4.2	1.8	1.5	0.1	1.7
アジア (前年比)	アジア9	6.8	5.4	9.4	7.3	7.0	7.4
	中国	9.0	9.2	10.3	9.2	8.8	8.6
	除.中国	3.1	0.2	7.8	4.3	4.4	5.6

ただし、このところ原油価格をはじめとした商品市況の上昇が続いており、新たな世界経済への懸念材料として浮上しつつある。原油価格の上昇は、各国の金融緩和を背景に投機的な資金が流入しやすくなっていることや、米国を中心とした世界景気の回復観測が広まっていることに加え、イランの核開発問題による地政学的なリスクが高まっていることによるものである。こうした要因は当面残ると考えられ、原油価格は高止まりで推移する可能性が強まっている(図表14)。

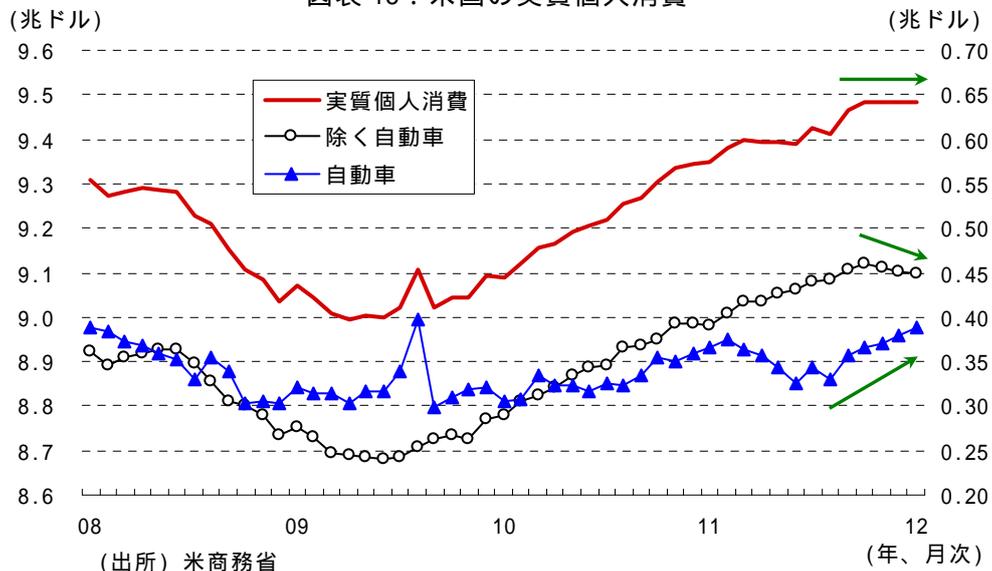
図表 14．原油価格の見通し～2012 年は下落へ



こうした動きを受けて、原油価格の上昇の影響を受けやすい米国では、これまで景気を牽引してきた個人消費が足元で横ばいとなっている（図表 15）。ガソリン価格の上昇によって個人消費が抑制されている可能性がある。自動車の販売回復によって個人消費全体では横ばいであるが、自動車を除いて考えると、は昨年 11 月以降、3 ヶ月連続で前月比マイナスとなっている。

現在の原油高は、イラン問題を材料に投機的に高値に押し上げられている状態であり、イランと米欧との対話の再開などにより緊張が緩和すれば、原油価格には下落する余地があると予想される。しかし、原油価格がさらに上昇すれば、持ち直し始めた世界経済にとっては大きな脅威になるであろう。

図表 15．米国の実質個人消費



(小林 真一郎)

- 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。