Weekly エコノミスト・レター

2011・2012 年度経済見通し
～11 年 1-3 月期GDP2 次速報後改定

経済調査部門 主任研究員　斎藤　太郎
(03)3512-1836　tsaito@nli-research.co.jp

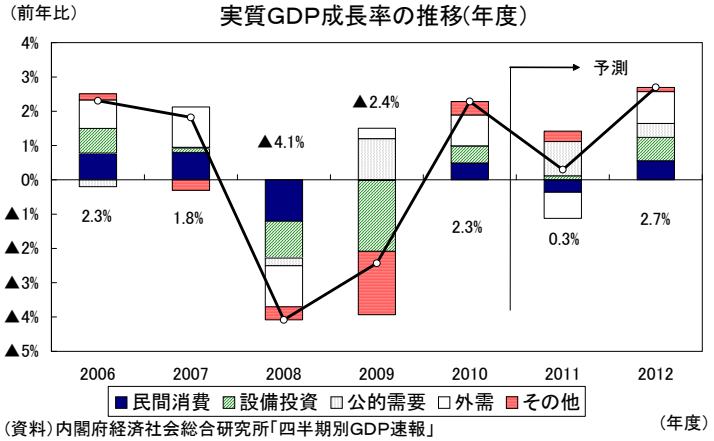
＜実質成長率:2011 年度 0.3%、2012 年度 2.7%を予想＞

1．2011 年 1-3 月期の実質ＧＤＰ（2 次速報値）は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）となった。設備投資、政府消費、公的固定資本形成は 1 次速報から下方修正されたが、民間在庫が上方修正されたため、実質ＧＤＰの伸びは 1 次速報値（前期比▲0.9%、年率▲3.7%）とほぼ変わらなかった。

2．ＧＤＰ2 次速報の結果を受けて、5 月に発表した経済見通しの改定を行った。実質ＧＤＰ成長率は 2011 年度が 0.3%、2012 年度が 2.7%と予想する。サプライチェーンの復旧が想定を上回るペースで進んでいることなどを受けて、2011 年度の成長率を前回から 0.2 ポイント上方修正した。

3．景気はすでに震災後の最悪期を脱し、持ち直しに向かっているが、2011 年 4-6 月期は震災後の急速に落ち込んだ水準からスタートするため、3 四半期連続のマイナス成長は不可避とみられる。

4．2011 年 7-9 月期は 4 四半期ぶりのプラス成長に復帰するが、夏場の電力不足が復興の足かせとなる可能性が高い。景気回復が本格化するのは電力不足の問題が一段落し、官民による復興需要が顕在化する 2011 年度下期となるだろう。



（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

 | Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

1. 1-3 月期の成長率は前期比年率▲3.5%

（2 四半期連続のマイナス成長）

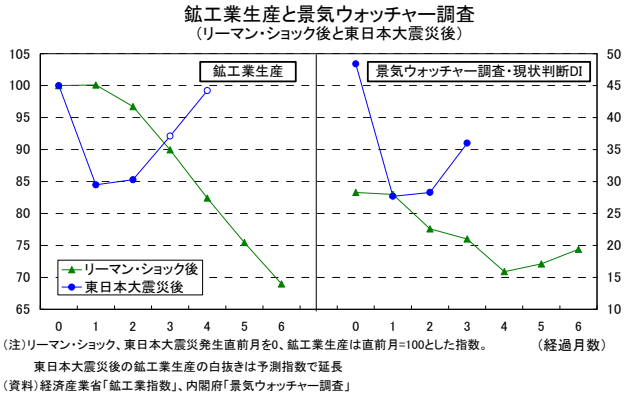
6/9 に内閣府が公表した 2011 年 1-3 月期の実質ＧＤＰ（2 次速報値）は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）となった。1-3 月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が 1 次速報の前期比▲0.9%から同▲1.3%へと下方修正され、政府消費（前期比 1.0%→同 0.9%）、公的固定資本形成（前期比▲1.3%→同▲1.4%）も若干下方修正されたが、民間在庫（前期比・寄与度▲0.5%→同▲0.4%）が上方修正されたため、実質ＧＤＰの伸びは 5/19 公表の 1 次速報値（前期比▲0.9%、年率▲3.7%）とほぼ変わらなかった。

内容的にも 1 次速報と同様に、2010 年秋以降の足踏み状態を脱しつつあった日本経済が、3/11 の東日本大震災発生以降急激に落ち込み、持ち直しの動きが完全に途切れてしまったことを改めて確認するものとなった。

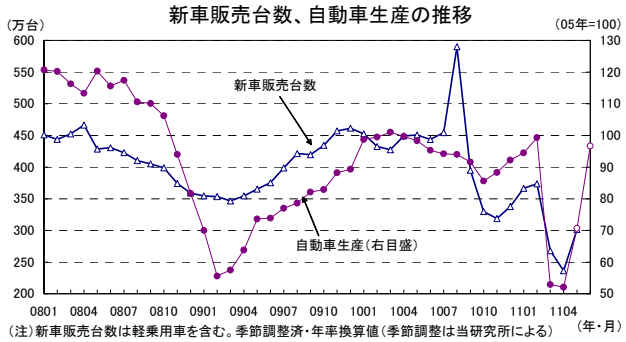
（震災後の景気の急速な落ち込みは短期間で終了）

東日本大震災が発生した 3 月の主要経済指標は軒並み大きく落ち込んだが、世界的な需要の急減によって景気の急速な悪化が続いたリーマン・ショック後とは異なり、震災後の経済活動の落ち込みは短期間で歯止めがかかったとみられる。

リーマン・ショックの際には、景気ウォッチャー調査の現状判断 DI が 9 ヵ月連続（08/4～08/12、リーマン・ショック後に限れば 4 ヵ月連続）、鉱工業生産指数が 5 ヵ月連続（08/10～09/2）で低下し、その間の鉱工業生産の落ち込み幅は▲31.1%にも達した。景気ウォッチャー調査は震災後に実施された 2011 年 3 月調査では、現状判断 DI が前月比▲20.7 ポイントの急低下となったが、4 月に同 0.6 ポイントと小幅ながら改善した後、5 月には同 7.7 ポイントの急上昇となった。



（注）リーマン・ショック、東日本大震災発生直前月を0、鉱工業生産は直前月=100とした指数。
東日本大震災後の鉱工業生産の白抜きは予測指数で延長
（資料）経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「景気ウォッチャー調査」



（注）新車販売台数は軽乗用車を含む。季節調整済・年率換算値（季節調整は当研究所による）
自動車生産は輸送機械の生産。11年5月、6月は予測指数で延長
（資料）日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会

また、2011 年 3 月の鉱工業生産は前月比▲15.5%と過去最大の落ち込みとなったものの、4 月には同 1.0%と上昇に転じ、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は 5 月が前月比 8.0%、6 月が同 7.7%と非常に高い伸びとなった。特に、サプライチェーン寸断の影響で震災前の約半分にまで生産水準が落ち込んだ輸送機械（3 月：前月比▲46.7%、4 月：同▲1.5%）は、5 月が前月比 35.7%、6 月が同 36.7%と 2 ヵ月続けて 3 割を超える大幅増産計画となっている。あくまでも計画

 Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

段階の数字だが、工場の操業停止を受けて急減していた国内の自動車販売が 5 月には前月比 27.6%（当研究所の季節調整値による）と大幅な増加に転じたことから判断すれば、5 月の自動車生産は計画に近い高い伸びとなったことが見込まれる。

鉱工業生産が予測指数通りの伸びとなれば、6 月の生産は震災前の水準をほぼ回復することになる。サプライチェーンの復旧は当初の想定を上回るペースで進んでいることが窺える。

（夏場の電力不足が復興の足かせに）

最悪期を脱したとみられる日本経済が次に直面するのは夏場の電力不足の問題である。

東京電力、東北電力の供給力の見通しは、被災した火力発電所の復旧、長期停止火力発電所の立上げ、ガスタービン等緊急設置電源の導入、自家用発電設備からの電力購入の拡大、揚水発電の活用等によって、時間の経過とともに上方修正されている。昨年夏のピーク時の最大電力需要を基準とした電力供給力の不足率は、東京電力が 4/8 時点の▲22.5%から 5/13 時点では▲8.0%（東北電力の融通を除くと▲10.3%）へ、東北電力が 4/8 時点の▲22.3%から 5/13 時点では▲16.9%（東京電力からの融通を含むと▲7.4%）へと縮小している。

4/8 時点の政府方針では、東京電力・東北電力管内における需要抑制目標は、大口需要家（契約電力 500ｋW 以上）が 25%程度、小口需要家（契約電力 500ｋW 未満の事業者）が 20%程度、家庭・個人が 15～20%程度という大きなものだった。しかし、5/13 に取りまとめられた「夏期の電力需給対策」では、夏場に向けた電力供給の積み増しを受けて、大口需要家、小口需要家、家庭の部門毎の需要抑制目標を一律で 15%とし、従来よりも抑制幅を緩和した。

2011年夏の電力供給力見通し

	東京電力			東北電力		
	供給力 単位（万kW）	想定需要（抑制基準）単位（万kW）	必要な需要抑制率 単位（%）	供給力 単位（万kW）	想定需要（抑制基準）単位（万kW）	必要な需要抑制率 単位（%）
4/8時点	4,650	6,000	▲ 22.5	1,150	1,480	▲ 22.3
4/15時点	5,200	6,000	▲ 13.3	1,210	1,480	▲ 18.2
5/13時点	5,520	6,000	▲ 8.0	1,230	1,480	▲ 16.9
東京電力から東北電力へ140万ｋWの電力融通 ▲140万kW ＋140万kW						
5/13時点（融通後）	5,380	6,000	▲ 10.3	1,370	1,480	▲ 7.4

（注）想定需要は（東京電力7月末、東北電力は8月末）
（資料）電力需給緊急対策本部資料を基にニッセイ基礎研究所作成

電力の需要抑制率が引き下げられたこと自体は景気にとってプラス要因であるが、このことによって電力供給制約の問題が小さくなったと考えるのは早計だろう。必要な需要抑制率が小さくなったことが必ずしも電力需要の抑制幅縮小につながるとは限らないからである。

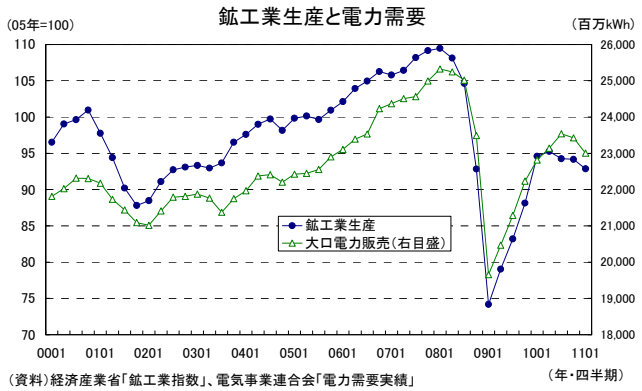
電力不足による景気への悪影響をできるだけ小さなものとするためには、限られた電力を最大限使うという発想が重要である。最大電力需要はあくまでもピーク時の限られた時間のものであり、これを基準にして一律に節電を行えば、必要以上に電力需要を抑制することにつながってしまう。ピーク時の電力需要を抑制する一方で、ピーク時以外の電力需要は逆に増やすことで景気への悪影響を緩和することが可能となる。実際、多くの企業が、早朝・夜間操業、土日の活用、輪番休業、夏期休業の分散化などを通じて、生産量を極力減少させることなく、経済への影響を最小限にとどめるための取り組みを予定している。しかし、産業間、企業間の調整には困難を伴うことも予想されるため、実際の運営は需要抑制に軸足を置いた保守的なものとなる可能性が高く、結果的に必要

 Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

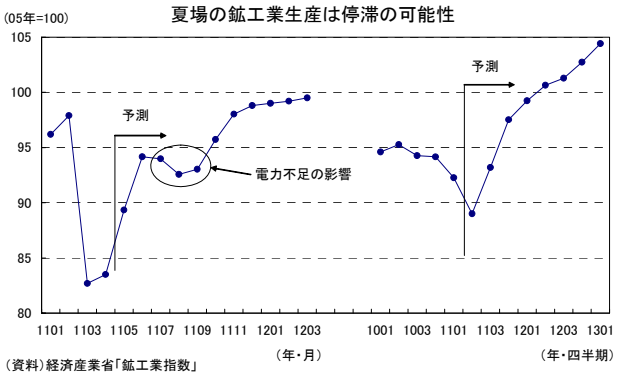
以上の節電が経済活動を下押しする恐れがある。

また、景気への影響を考慮した場合には、生産量の減少に直結する企業（特に大口需要家）よりも家庭での節電により力点を置くといった方策もありうるが、政府の需要抑制目標は企業（大口需要家、小口需要家）、家庭が一律となっている。家庭での節電は基本的に自発的な取組みにまかされているため、実際にどの程度の節電が行われるかは不透明であり、電気事業法第 27 条に基づいて強制的に電力使用制限が実施できる大口需要家のほうが電力需要の抑制幅は大きくなるだろう。

なお、過去の電力需要と経済活動の関係を用いて、2011 年 7-9 月期の大口電力需要量（東北、東京電力管内）が 15%削減された場合の影響を試算すると、同期の鉱工業生産（全国ベース）は▲5%程度、実質ＧＤＰは▲3%程度押し下げられる計算になる。



(資料)経済産業省「鉱工業指数」、電気事業連合会「電力需要実績」



(資料)経済産業省「鉱工業指数」

鉱工業生産が現時点の企業の計画（予測指数）通りの伸びになったと仮定すると、6 月の生産指数は前年比 3.0%となり、7 月以降は前月比横ばいが続いたとしても前年の水準を上回り続けることになる。しかし、実際には今年の夏は前年並みの生産量を確保することがせいぜいで、前年を明確に上回ることは難しいだろう。

サプライチェーンの復旧が想定を上回るペースで進んでいるため、生産は 6 月までは急回復が見込まれるが、電力不足の影響で 7 月から 9 月にかけては停滞する可能性が高い。鉱工業生産は四半期ベースでは 4-6 月期に前期比▲3.5%と 3 四半期連続でマイナスとなった後、7-9 月期は 4.7%と高い伸びとなるが、月次ベースで見ると 6 月まで比較的高い伸びとなった後、7 月から 9 月までは伸び悩みが続くことが予想される。鉱工業生産が震災前（2011 年 2 月）の水準を回復するのは 2011 年 10-12 月期までずれ込むだろう。

２．実質成長率は 2011 年度 0.3%、2012 年度 2.7%

（2011 年度の成長率を上方修正）

2011 年 1-3 月期のＧＤＰ2 次速報を受けて、5/20 に発表した経済見通しを改定した。実質ＧＤＰ成長率は 2011 年度が 0.3%、2012 年度が 2.7%と予想する（5/20 時点ではそれぞれ 0.1%、2.7%）。

2010 年度から 2011 年度へのゲタ（発射台）が 1 次速報時点の▲0.7%から▲0.6%へと若干上がったこと、サプライチェーンの復旧が想定以上のペースで進んでいること等を受けて、2011 年度の

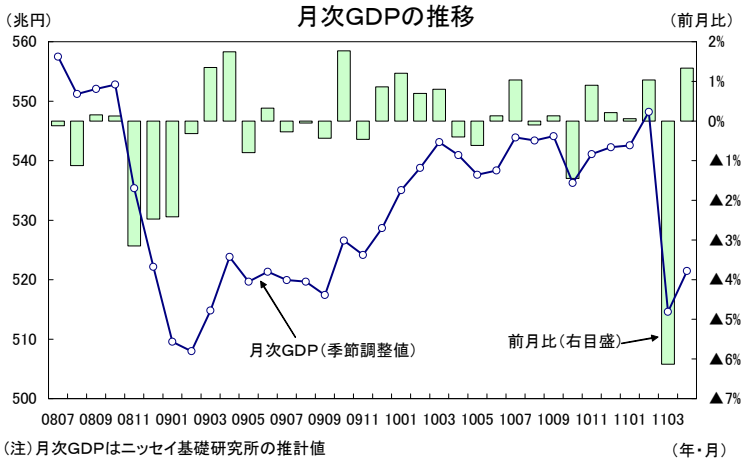
 Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

成長率見通しを前回から 0.2 ポイント上方修正した。

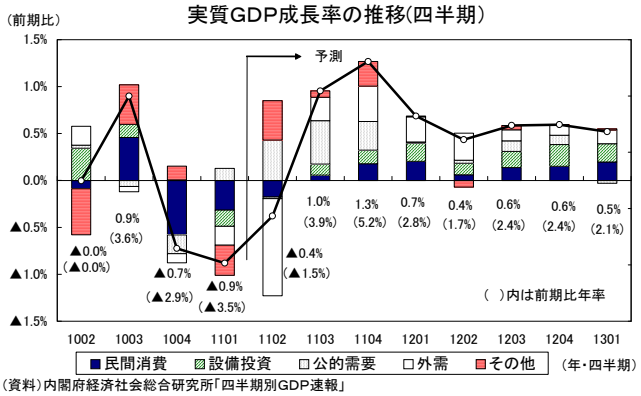
（プラス成長への復帰は 2011 年 7-9 月期）

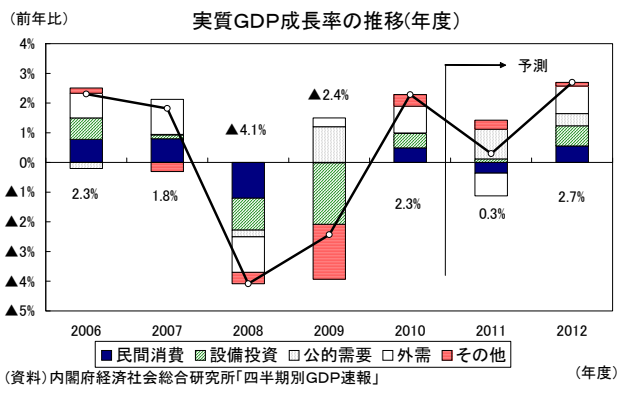
景気はすでに震災後の最悪期を脱し、持ち直しに向かっているが、2011 年 3 月の経済活動が単月ではリーマン・ショック後を上回るスピードで落ち込んだため、4-6 月期は極めて低い発射台からスタートすることになる。

当研究所が推計している月次ＧＤＰは 2011 年 3 月に前月比▲6.1%と過去最大の落ち込みとなった後、4 月には同 1.3%と持ち直したが、4 月の月次ＧＤＰの水準は 1-3 月期よりも▲2.6%も低い。5 月、6 月と速いペースで回復を続けたとしても、4-6 月期が 1-3 月期の水準を上回ることは難しく、3 四半期連続のマイナス成長は不可避だろう[1]。ただし、輸出の急速な落ち込みにより外需のマイナス幅拡大が予想される一方、1-3 月期の成長率を 1%以上（前期比年率）も引き下げた民間在庫は、工場の操業再開に伴う在庫復元により 4-6 月期には成長率の押し上げ要因になることが見込まれるため、マイナス幅は 1-3 月期よりも縮小する可能性が高い。2011 年 4-6 月期の成長率は前期比年率▲1.5%と予想する。



7-9 月期は民間消費、設備投資、輸出が持ち直しに向かうことから、前期比年率 3.9%と 4 四半期ぶりのプラス成長を予想するが、電力不足の問題が景気の下押し圧力となることから、大幅な落ち込みの後としては力強さに欠けるものとなろう。景気回復が本格化するのは、官民による復興需要が顕在化するなか、電力不足の問題が一段落する 2011 年 10-12 月期以降となることが見込まれる。





なお、2010 年 10-12 月期から 2011 年 4-6 月期にかけて、3 四半期連続でマイナス成長となる可能

[1] 当研究所の月次ＧＤＰは 3 ヵ月（たとえば、4、5、6 月）の平均値が四半期（4-6 月期）の値と一致するように作成している

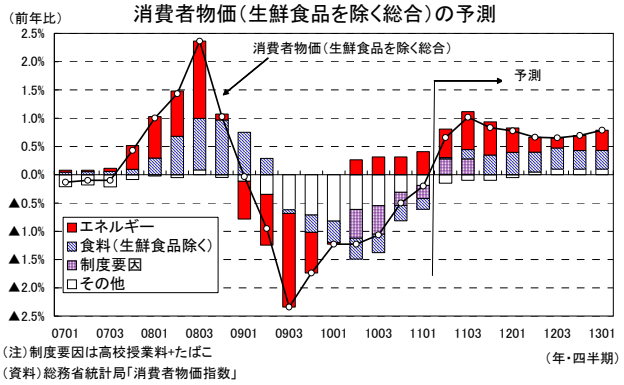
 Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

性が高まることで景気後退局面入りとの見方が増えることも予想されるが、日本の景気循環は主として鉱工業生産を中心とした景気動向指数の一致指数（11 系列）によって決定されるため、ＧＤＰの動きとは区別して考える必要がある。

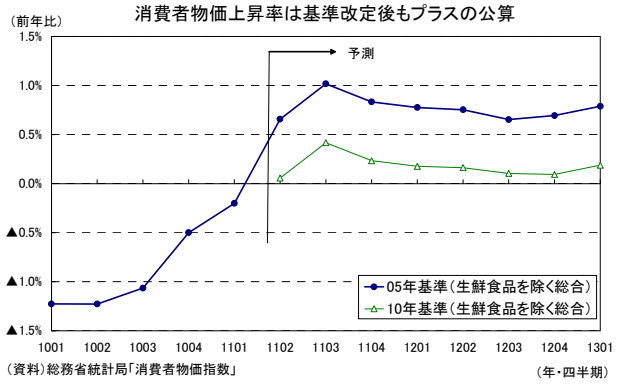
（物価の見通し）

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は、2010 年度を通して下落幅の縮小傾向が続いてきたが、2011 年 4 月には前年比 0.6%と 2 年 4 ヵ月ぶりに上昇に転じた。それまでコア CPI を▲0.5%ポイント程度押し下げてきた高校授業料無償化の影響が一巡したことがプラス転化の主因である。消費者物価ベースの食料品価格（生鮮食品を除く）は現時点では下落が続いているが、原材料価格の上昇が徐々に最終製品に価格転嫁されることにより、先行きは上昇に転じることが見込まれる。2007～2008 年頃と同様に、エネルギー、食料品価格が消費者物価を大きく押し上げるという構図が鮮明となっていくだろう。

当研究所では、2011 年 8 月（全国 7 月分）に実施される基準改定（2005 年基準→2010 年基準）に伴い、コア CPI 上昇率は▲0.6 ポイント程度下方改定されると予想しているが、基準改定後もプラス伸びは維持される可能性が高い。コア CPI は 2010 年度の前年比▲0.8%の後、2011 年度が同 0.8%(0.2%)、2012 年度が同 0.7%(0.1%)と予想する（( )内は 2010 年基準の予測値)。



(注)制度要因は高校授業料+たばこ
(資料)総務省統計局「消費者物価指数」



(資料)総務省統計局「消費者物価指数」

 Copyright ©2011 NLI Research Institute All rights reserved

日　本　経　済　の　見　通　し（2011 年 1-3 月期 2 次 QE(6/9 発表)反映後）

（単位,％）　　前回予測（2011.5）

	2010年度 実績	2011年度 予測	2012年度 予測	10/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	11/1-3 実績	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	12/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	13/1-3 予測	2011年度	2012年度
実質ＧＤＰ	2.3	0.3	2.7	▲0.0 ▲0.0 3.1	0.9 3.6 5.0	▲0.7 ▲2.9 2.2	▲0.9 ▲3.5 ▲1.0	▲0.4 ▲1.5 ▲1.1	1.0 3.9 ▲1.2	1.3 5.2 0.7	0.7 2.8 2.7	0.4 1.7 3.3	0.6 2.4 3.0	0.6 2.4 2.3	0.5 2.1 2.2	0.1	2.7
内需寄与度	(1.4)	(1.1)	(1.8)	(▲0.2)	(1.0)	(▲0.6)	(▲0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.9)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(1.0)	(1.7)
内、民需	(1.4)	(0.1)	(1.4)	(▲0.2)	(1.1)	(▲0.5)	(▲0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(▲0.1)	(1.2)
内、公需	(0.0)	(1.0)	(0.4)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(1.0)	(0.4)
外需寄与度	(0.9)	(▲0.8)	(0.9)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲1.0)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.8)	(1.0)
民間最終消費支出	0.8	▲0.6	1.0	▲0.2	0.8	▲1.0	▲0.6	▲0.3	0.1	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4	▲0.8	0.9
民間住宅投資	▲0.2	5.9	5.1	▲0.6	1.9	3.2	0.7	▲1.5	2.3	5.6	1.2	0.2	0.2	0.8	0.6	5.9	5.1
民間企業設備投資	4.3	0.9	4.9	2.6	1.0	0.0	▲1.3	▲0.1	0.9	1.1	1.4	0.9	1.2	1.7	1.4	0.4	4.6
政府最終消費支出	2.3	3.7	1.4	1.2	0.3	0.4	0.9	1.4	1.3	0.5	0.1	0.1	0.6	0.5	▲0.1	3.7	1.5
公的固定資本形成	▲10.0	8.1	3.3	▲4.5	▲2.5	▲6.0	▲1.4	4.6	5.8	5.3	▲0.3	0.6	▲0.2	0.0	▲0.4	8.2	3.3
輸出	17.0	▲0.9	9.7	5.2	1.6	▲0.8	0.7	▲6.0	2.8	4.1	2.8	2.4	1.6	1.2	1.8	▲1.1	9.8
輸入	11.0	5.4	5.1	4.1	2.9	▲0.3	1.9	0.6	1.6	2.2	1.5	0.8	1.3	0.7	1.3	5.5	4.2
名目ＧＤＰ	0.4	▲0.5	2.4	▲1.0	0.6	▲0.9	▲1.3	▲0.6	0.6	1.2	0.9	0.7	▲0.3	0.6	0.8	▲0.8	2.4

（注）実質ＧＤＰの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

＜主 要 経 済 指 標＞

（単位,％）

	2010年度	2011年度	2012年度	10/4-6	7-9	10-12	11/1-3	4-6	7-9	10-12	12/1-3	4-6	7-9	10-12	13/1-3	2011年度	2012年度
鉱工業生産（前期比）	8.9	0.8	8.0	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲3.5	4.7	4.6	1.8	1.4	0.6	1.4	1.6	▲1.6	8.5
国内企業物価（前年比）	0.7	2.8	0.7	0.2	▲0.2	1.0	1.7	2.7	3.4	3.1	2.0	0.7	0.6	0.6	0.8	2.8	0.6
消費者物価（前年比）	▲0.4	0.7	0.7	▲0.9	▲0.8	0.1	0.0	0.6	1.0	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
消費者物価（生鮮食品除き）	▲0.8	0.8	0.7	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.2	0.7	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
経常収支（兆円）	15.9	6.4	9.9	15.6	17.6	17.3	12.2	2.5	5.1	8.1	9.9	9.0	8.7	10.7	11.3	5.8	10.3
（名目ＧＤＰ比）	(3.3)	(1.4)	(2.1)	(3.3)	(3.7)	(3.6)	(2.6)	(0.5)	(1.1)	(1.7)	(2.1)	(1.9)	(1.8)	(2.2)	(2.3)	(1.2)	(2.1)
失業率（%）	5.0	5.0	4.7	5.1	5.0	5.0	4.7	4.8	5.0	5.2	5.1	5.0	4.8	4.7	4.5	5.1	4.8
住宅着工戸数(万戸)	82	85	90	78	81	84	84	81	83	88	89	89	89	90	91	88	91
コールレート（無担保・翌日物）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り（店頭基準気配）	1.2	1.3	1.6	1.3	1.1	1.0	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.3	1.6
為替（円/ﾄﾞﾙ）	86	85	93	92	86	83	82	82	83	86	90	90	93	93	95	88	94
原油価格（CIF,ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	84	108	105	82	77	83	97	115	110	105	100	100	105	105	110	106	105
経常利益（前年比）	40.4	▲6.6	9.8	83.4	54.1	27.3	16.2	▲13.3	▲5.4	▲3.1	▲4.3	16.8	10.5	7.2	5.3	▲4.2	11.1

（注）10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値
（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別ＧＤＰ速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。