

Weekly エコノミスト・ レター

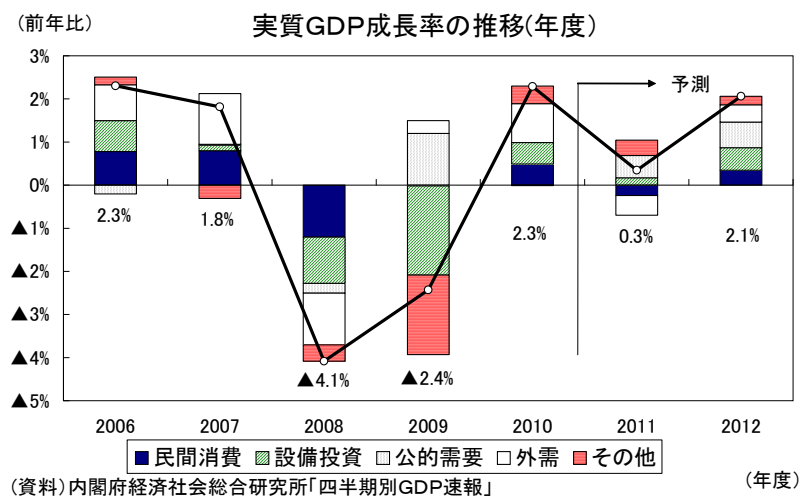
2011・2012 年度経済見通し ～大震災からの復興に新たな逆風

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 2.1%を予想>

- 2011 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比▲0.3%（年率▲1.3%）と 3 四半期連続のマイナス成長となったが、景気はすでに持ち直しの動きが明確となっている。7-9 月期は 4-6 月期とは逆に高い発射台からスタートすることもあり、前期比年率 6.0%の高成長となることが予想される。
- 夏場の電力不足による経済への影響は限定的にとどまる可能性が高くなっているが、ここに来て円高、海外経済の減速という新たなリスク要因が浮上してきた。
- 2011 年度後半以降は復興需要が景気の押し上げ要因となることが期待される一方、円高や海外経済減速の影響で輸出が伸び悩むことが見込まれる。実質 GDP 成長率は 2011 年度が 0.3%、2012 年度が 2.1%と予想する。
- 消費者物価指数は基準改定（2005 年基準→2010 年基準）が実施され、上昇率が▲0.6%ポイント下方修正された。旧基準ではプラスとなっていた 2011 年 4 月から 6 月までのコア CPI 上昇率は基準改定によって全てマイナスとなった。新基準のコア CPI 上昇率は 2011 年度が前年比▲0.3%、2012 年度が 0.0%と予想する。



1. 3 四半期連続のマイナス成長も、景気はすでに持ち直し

(4-6 月期の実質GDPは前期比年率▲1.3%のマイナス成長)

8/15 に公表された 2011 年 4-6 月期の実質GDP成長率（1 次速報）は、前期比▲0.3%（前期比年率▲1.3%）と 3 四半期連続のマイナス成長となった。

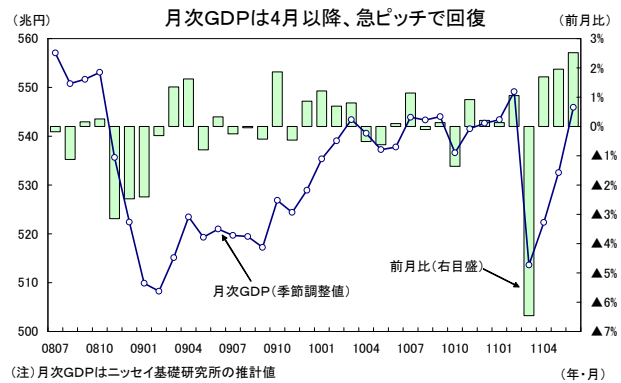
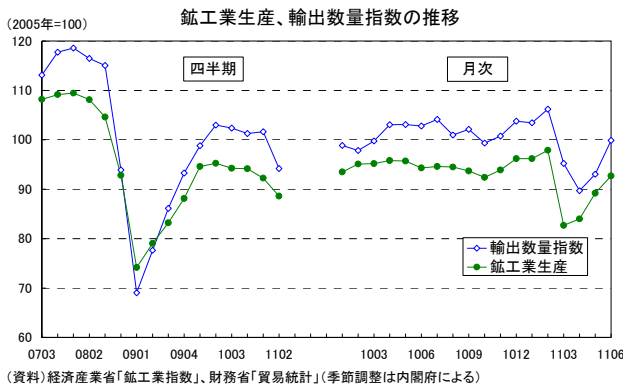
マイナス成長の主因は、震災に伴う国内生産の落ち込みが輸出の急減（前期比▲4.9%）をもたらした、外需が大幅なマイナス（前期比・寄与度▲0.8%）となったことである。

一方、国内需要は 3 四半期ぶりの増加となった。民間需要は、民間消費（前期比▲0.1%）、住宅投資（前期比▲1.9%）は減少したものの、設備投資が前期比 0.2%と小幅ながら増加に転じ、震災後に取り崩された在庫を復元する動きから民間在庫が成長率を大きく押し上げた（前期比・寄与度 0.3%）ため、3 四半期ぶりに増加した。公的需要は、災害救助、がれき処理、仮設住宅の建設などから、政府消費（前期比 0.5%）、公的固定資本形成（前期比 3.0%）がともに増加し、2 四半期続けて成長率の押し上げ要因となった。

(7-9 月期は 4 四半期ぶりのプラス成長へ)

4-6 月期は 1-3 月期に続き震災の影響でマイナス成長となったが、月次ベースの経済指標の多くはすでに反転している。たとえば、4-6 月期の鉱工業生産指数、輸出数量指数はそれぞれと前期比▲4.0%、▲7.3%の大幅なマイナスとなったが、月次ではともに持ち直しの動きが明確となっており、鉱工業生産指数は 4 月からの 3 ヶ月で 12.0%、輸出数量指数は 5 月、6 月の 2 ヶ月で 11.4%の高い伸びを記録している。また、震災直後に急速に落ち込んだ個人消費も、自粛ムードの緩和や地上デジタル放送への移行を控えたテレビの駆け込み需要などから、4 月以降は比較的早いペースで回復している。

当研究所が推計している月次GDPは 2011 年 3 月に前月比▲6.5%と過去最大の落ち込みとなった後、4 月が同 1.7%、5 月が同 2.0%、6 月が同 2.5%と急ピッチで回復を続けており、6 月の月次GDPは 4-6 月期の平均よりも 2.3%高い水準となっている。7-9 月期は 4-6 月期とは逆に高い発射台からスタートすることもあり、4 四半期ぶりのプラス成長となる可能性が高いだろう。



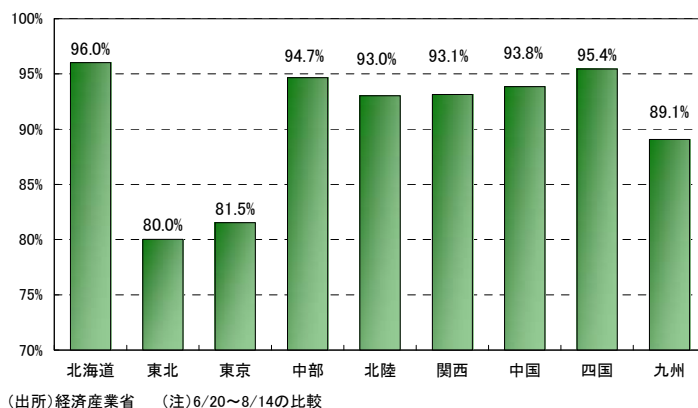
(電力不足による経済への影響は限定的にとどまる公算)

夏場の日本経済にとって最大の懸念材料は電力不足の問題とみられていたが、家計、企業の節電努力によって経済への影響は限定的にとどまる公算が大きくなっている。

電力不足の問題は当初は基本的に東北、東京電力管内に限られていた。しかし、5月に中部電力の浜岡原子力発電所を停止し、7月上旬には菅首相が定期検査により停止した原子力発電所の再稼働について、ストレステストの実施を条件とすることを表明したことから、この問題は全国に広がることとなった。政府は7/1に、東京、東北電力管内の大口電力需要家を対象とした電力使用制限令を発動した後、7/20には関西電力管内に「10%以上を目処とした節電」、北陸、中国、四国、九州電力管内に「国民生活及び経済活動に支障を生じない範囲での節電」を要請した。

今夏は記録的な猛暑となった昨年に匹敵するような暑さとなっているが、ピーク時の最大電力需要は各地とも抑えられている。特に、電力使用制限令が発動されている東北、東京電力管内では昨年に比べて20%程度抑制されている。

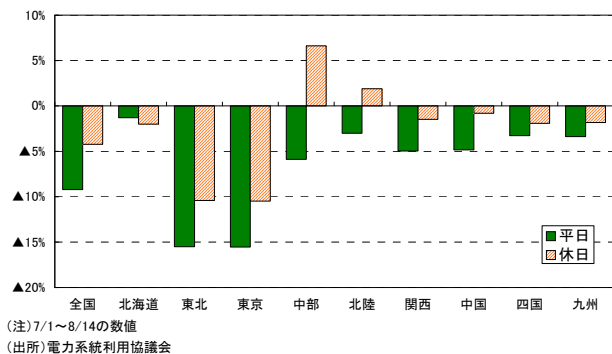
昨夏と比べた今夏の最大電力需要



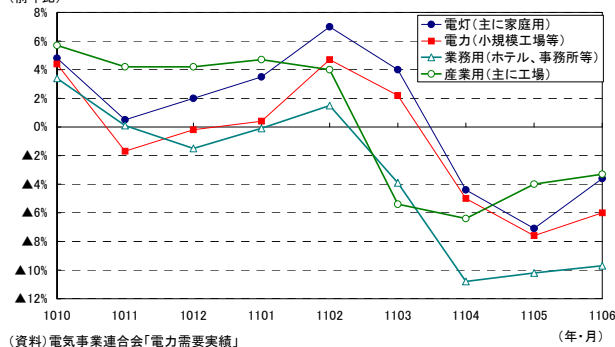
節電による経済活動への影響を最小限にとどめるために、今年の夏は多くの企業で、輪番休業、平日休業、休日操業、早朝・深夜への生産シフトなどが行われている。

実際、節電が本格化した7月以降の電力使用量を平日と休日に分けて見てみると、平日は前年比で10%近い減少となっているのに対し、休日は4%程度と平日よりも減少幅が小さい(いずれも全国の数値)。特に、自動車産業のウェイトが高い中部電力管内では平日の電力使用量が昨年よりも減少する一方、休日の電力使用量は昨年よりも大幅に増えている。電力不足による生産への影響を緩和するために、工場の稼働日を休日にシフトしたことを反映したものと考えられる。

平日から休日へのシフトが見られる電力使用



用途別電力需要の推移



また、電力需要を用途別に見ると、ホテル、事務所などに用いられる「業務用」の電力需要は前

年比で10%程度的大幅削減が続いている一方、主として工場を稼動するために用いられる「産業用」の削減幅はそれに比べるとかなり小さい。企業は生産活動への影響が相対的に小さい照明、空調、OA機器の節電に重点を置いていることが窺える。

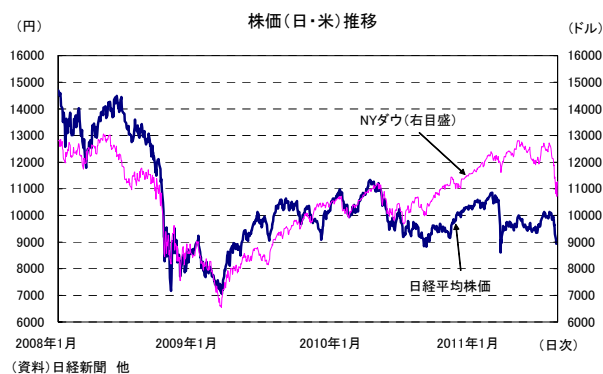
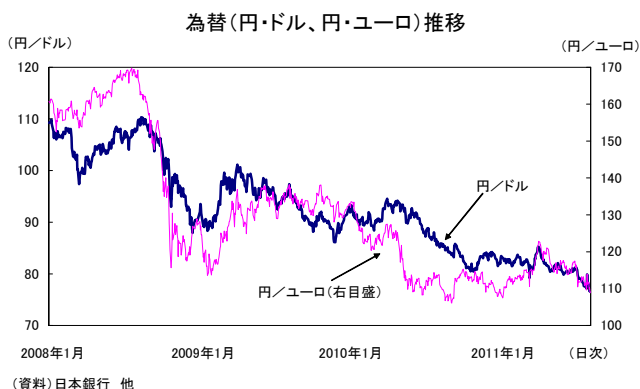
企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は、7月が前月比2.2%、8月が同2.0%となっている。この計画は東北、東京電力管内で電力使用制限令が発動された後の7/10時点で調査されているため、節電による生産活動への影響が一定程度織り込まれていると考えられる。平日休業、休日操業などを通じて節電による生産活動への影響を緩和する企業の取り組みが一定の効果をあげていることを示したものと言えるだろう。夏場の鉱工業生産は5月（前月比6.2%）、6月（同3.8%）に比べれば伸びが鈍化することは避けられないものの、電力供給制約を乗り越えて増加基調を維持する可能性が高いだろう。

（円高、海外経済の減速が景気の新たなリスク要因に）

夏場の電力不足は様々な取り組みによって乗り切る目処がついてきたが、ここにきて新たに浮上してきたリスクが円高の進展、海外経済の減速である。

為替レートは欧米の財政不安や景気減速懸念の高まりを背景に円高が進んでいる。米国の債務上限引き上げは8月初めに合意され、政府・日銀は8/4に為替介入、追加緩和に踏み切ったが、8/5にS&Pが米国債の格付けを引き下げたこともあり、円高の流れは止まっていない。また、8/8にはG7が「市場の機能や金融の安定のために協調することで一致した」とする緊急声明を発表し、8/9にはFRBがゼロ金利政策を2013年半ばまで維持することを表明したが、株式市場の不安定な動きに完全に歯止めをかけるまでには至っていない。NYダウ、日経平均株価は乱高下を繰り返しながら、週間ベースではともに3週連続で下落した。

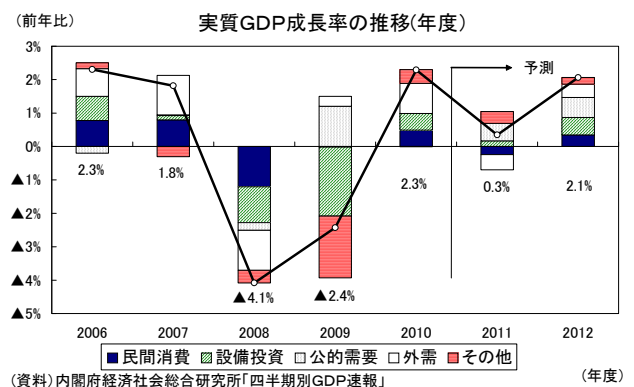
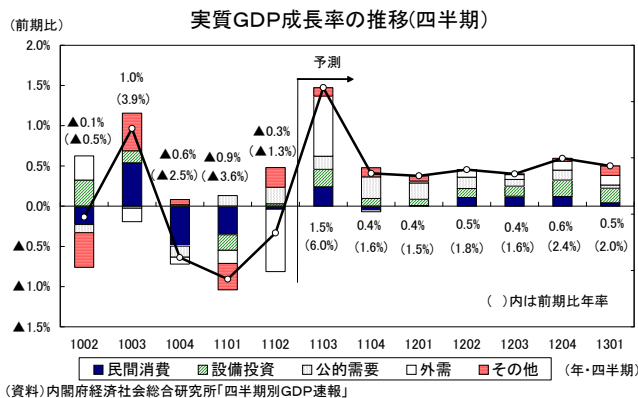
東日本大震災以降の日本経済は、ある意味では世界経済とは独立した動きを続けてきた。しかし、サプライチェーンの復旧が進み経済が正常化した後は、従来と同様に為替レートや海外経済の動向に大きく左右されることになる。現時点では米国をはじめとした海外経済は緩やかながら回復基調が維持されると予想しているが、このシナリオが崩れた場合には、日本経済も震災からの立ち直りが明確となる前に失速してしまうリスクが高まるだろう。



2. 日本経済の見通し～実質成長率は2011年度0.3%、2012年度2.1%

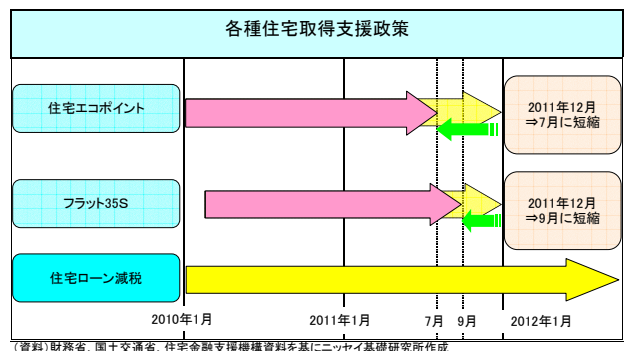
(2011年7-9月期は4四半期ぶりのプラス成長へ)

日本経済は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ったが、景気はすでに持ち直しの動きが明確となっている。7-9月期は4-6月期とは逆に高い発射台からスタートすることもあり、前期比年率6.0%の高成長になると予想する。2011年度後半から2012年度前半にかけては、復興需要が景気の押し上げ要因となることが期待されるが、円高や海外経済減速の影響で輸出が伸び悩むことから、年率1%台の成長にとどまるだろう。年度ベースの実質GDP成長率は2011年度が0.3%、2012年度が2.1%と予想する。



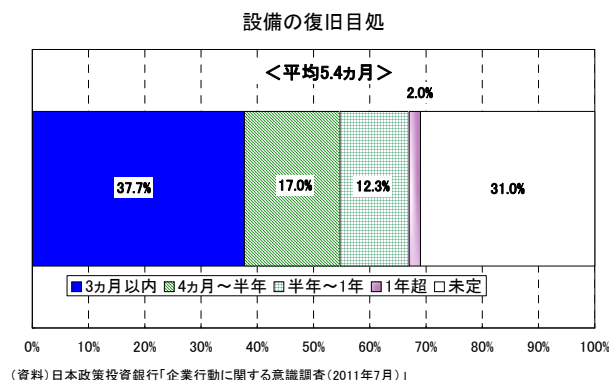
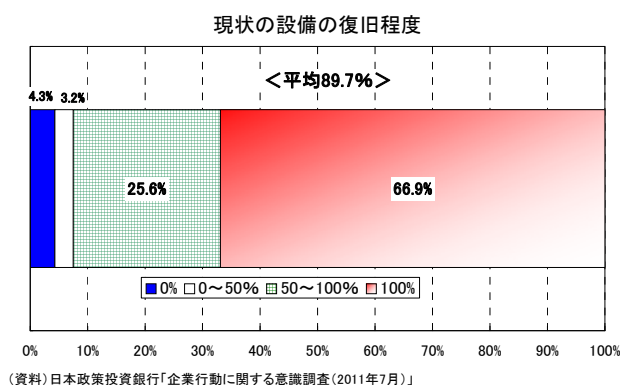
実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は震災後に急速に落ち込んだ後、自粛ムードの緩和、自動車販売の持ち直し、地上デジタル放送対応テレビの駆け込み需要、節電関連商品の需要増などから回復しており、2011年7-9月期は4四半期ぶりに増加に転じることが見込まれる。ただし、足もとの消費を大きく押し上げているテレビは、今後大幅な反動減が予想されることに加え、子ども手当の見直しや震災の復興財源として検討されている増税などによる家計の負担増が個人消費を下押しすることが懸念される。民間消費は2011年度に前年比▲0.4%と2年ぶりの減少となった後、2012年度も前年比0.6%の低い伸びにとどまると予想する。

住宅投資は2011年度が前年比0.8%、2012年度が同4.9%となるだろう。震災の復興需要は2011年度下期以降、徐々に顕在化してくることが見込まれるが、これまで住宅投資を下支えしてきた各種住宅購入支援策が予定よりも早く打ち切られることとなった。住宅エコポイント制度は申請が想定を大きく上回ったことから当初予定の2011年12月末から7月末着工分までへと短縮され、フラット35Sの金利引き下げ幅拡大も2011年12月末から9月末申し込み分までに短縮された。住宅支援策の縮小は、直前の駆け込み需要をもたらす一方、その後には反動減が生じることが懸念される。



設備投資は震災が発生した2011年1-3月には前期比▲1.4%と6四半期ぶりに減少したものの、4-6月期は同0.2%と小幅ながら増加に転じた。足もとの企業収益が震災の影響で急速に落ち込んでいる一方、企業の設備投資計画は比較的堅調である。もちろん、震災によって一部の投資計画は先送り、中止を余儀なくされたとみられるが、企業が収益の悪化を一時的なものとしているため、設備投資計画全体を大幅に下方修正するまでには至っていないようだ。

日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査（2011年7月）」によれば、東日本大震災によって被災した設備の復旧程度は7月1日時点で約90%となっており、約3分の2の企業は100%の水準まで回復していると回答している。また、設備の復旧目処は半年以内という回答が半数を超えており、平均では5.4ヵ月となっており、企業は被災した工場の復旧に極めて迅速に取り組んでいる。設備投資は、2010年度実績の前年比4.2%の後、2011年度が同1.3%、2012年度が同3.8%と3年連続の増加を予想する。

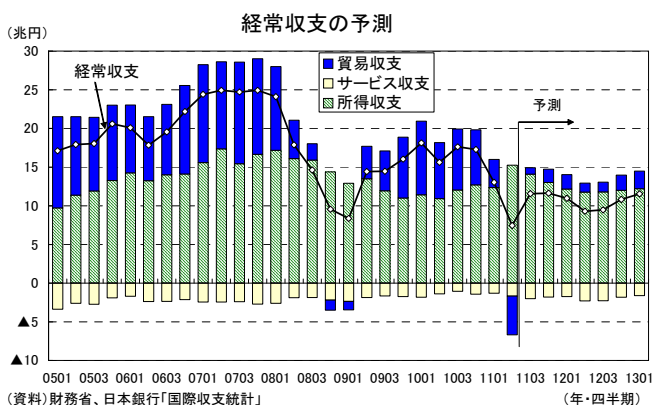


(貿易収支、経常収支の見通し)

輸出は震災による国内生産の減少を反映し急速に落ち込んだが、サプライチェーン復旧に伴う生産の回復を受けて持ち直している。通関ベースの貿易収支（季節調整値）は2011年4月から6月まで3ヵ月連続の赤字となったが、6月の赤字幅は▲1,912億円となり、5月の▲4,500億円から大きく縮小した。

輸出は先行きも回復が続く可能性が高いが、米国を中心に海外経済の減速が明確となっていること、足もとの円高の影響が今後顕在化することが見込まれるため、増加ペースは当面緩やかなものにとどまる可能性が高い。一方、輸入は国内生産の代替、復興需要のための資材調達や火力発電所の再開、増強に伴う鉱物性燃料（原油、液化天然ガス等）の需要増などから、増加基調が続くことが見込まれる。

貿易収支は2011年7-9月期には小幅ながら黒字に転換し、その後も黒字基調が続くことが予想されるが、今回の予測期間である



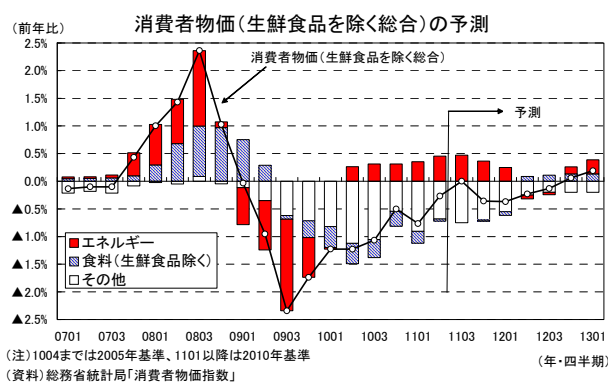
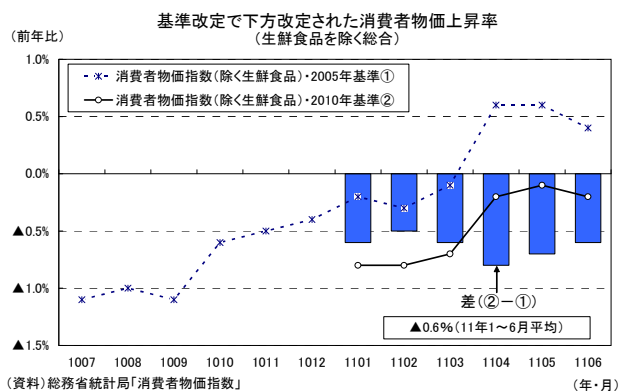
2012 年度末までに黒字幅が震災前の水準まで回復することはないだろう。

2011 年 4-6 月の経常収支は貿易収支が赤字に転落する中でも 7.4 兆円（季調済・年率換算値）の黒字を確保した。これは巨額の対外純資産を背景に所得収支が高水準を維持したためである。しかし、円高の進展に伴い所得収支の黒字幅は今後縮小に向かうことが見込まれる。経常収支の GDP 比は 2010 年度の 3.4%から 2011 年度、2012 年度ともに 2.2%へ縮小すると予想する。

（物価の見通し）

8/12 に総務省から公表された消費者物価指数の基準改定（2005 年基準→2010 年基準）結果によれば、2011 年 6 月の消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は、旧基準の前年比 0.4%から新基準では同▲0.2%となり、▲0.6%ポイント下方修正された。新基準の前年比上年上昇率は 2011 年 1 月に遡って改定されたが、2011 年 1 月～6 月の平均で見ても旧基準に比べ▲0.6%ポイントの下方修正となった。旧基準のコア CPI は 2011 年 4 月に 2 年 4 ヶ月ぶりに上昇に転じた後、3 ヶ月連続でプラスとなっていた。しかし、基準改定に伴いプラス転化は幻となり、2009 年 3 月以降マイナスが続いているという形に改められた。

先行きについては、既往の原油価格上昇の影響で電気代、ガス代の上昇幅が拡大することやガソリン価格が高止まりすることなどから 7-9 月期のコア CPI 上昇率はゼロ近傍となることが見込まれ、単月ではプラスに転じることもありうるだろう。しかし、円高の影響が顕在化することや 10 月以降は昨年のたばこ税引き上げの影響が剥落することなどから、2011 年度後半にかけてははっきりとしたマイナスとなる可能性が高い。コア CPI 上昇率のプラス転化は 2012 年度後半までずれ込むだろう。コア CPI は 2010 年度の前年比▲0.8%の後、2011 年度が同▲0.3%、2012 年度が同 0.0%と予想する。



（欧米見通しの詳細は 9/9 発行の Weekly エコノミスト・レター、9/9 に予定されている 1-3 月期 2 次 QE の発表を受けた日本経済見通しの修正は 9/12 発行の Weekly エコノミスト・レターに掲載予定です）

日本経済の見通し (2011年4-6月期1次QE(8/15発表)反映後)

(単位, %) 前回予測 (2011.6)

	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
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	2.3	0.3	2.1	▲0.1	1.0	▲0.6	▲0.9	▲0.3	1.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.3	2.7
内需寄与度	(1.4)	(0.8)	(1.7)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.6)	(▲0.7)	(0.4)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(1.1)	(1.8)
内、民需	(1.4)	(0.3)	(1.1)	(▲0.4)	(1.2)	(▲0.4)	(▲0.8)	(0.2)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(1.4)
内、公需	(▲0.0)	(0.5)	(0.6)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(1.0)	(0.4)
外需寄与度	(0.9)	(▲0.5)	(0.4)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.8)	(0.7)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.8)	(0.9)
民間最終消費支出	0.8	▲0.4	0.6	▲0.4	0.9	▲0.9	▲0.6	▲0.1	0.4	▲0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	▲0.6	1.0
民間住宅投資	▲0.3	0.8	4.9	▲0.1	2.1	2.8	0.2	▲1.9	▲1.1	2.0	2.1	0.5	0.3	1.6	3.7	5.9	5.1
民間企業設備投資	4.2	1.3	3.8	2.4	1.1	0.1	▲1.4	0.2	1.6	0.7	0.6	0.8	0.9	1.5	1.3	0.9	4.9
政府最終消費支出	2.2	2.5	2.3	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5	0.9	0.7	0.5	0.4	0.6	0.3	3.7	1.4
公的固定資本形成	▲10.0	3.0	4.2	▲5.3	▲2.2	▲5.8	▲1.0	3.0	2.1	2.7	1.9	1.1	0.3	0.0	▲0.4	8.1	3.3
輸出	17.0	▲0.3	4.8	6.7	0.7	▲1.0	0.0	▲4.9	6.1	0.7	0.6	0.8	0.9	1.3	1.9	▲0.9	9.7
輸入	11.0	3.5	3.2	4.9	2.6	▲0.6	1.5	0.1	1.5	1.2	0.6	0.3	0.7	0.9	1.7	5.4	5.1
名目GDP	0.4	▲1.5	1.4	▲0.9	0.6	▲1.0	▲1.5	▲1.4	1.5	0.4	0.3	0.4	▲0.2	0.5	0.5	▲0.5	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 >

	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
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測
鉱工業生産 (前期比)	8.9	0.6	7.0	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	7.2	2.0	1.1	1.4	0.9	1.5	2.1	0.8	8.0
国内企業物価 (前年比)	0.7	2.0	0.2	0.2	▲0.2	1.0	1.7	2.4	2.7	2.0	1.0	▲0.2	▲0.0	0.5	0.6	2.8	0.7
消費者物価 (前年比)	▲0.4	▲0.4	0.0	▲0.9	▲0.8	0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.1	▲0.6	▲0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.7	0.7
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.8	▲0.3	0.0	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.8	▲0.2	0.0	▲0.4	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.1	0.2	0.8	0.7
経常収支 (兆円)	16.1	10.4	10.3	15.6	17.6	17.3	13.0	7.4	11.6	11.6	11.0	9.3	9.5	10.8	11.5	6.4	9.9
(名目GDP比)	(3.4)	(2.2)	(2.2)	(3.3)	(3.7)	(3.6)	(2.8)	(1.6)	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.0)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(1.4)	(2.1)
失業率 (%)	5.0	4.8	4.6	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.8	4.9	4.9	4.8	4.6	4.5	4.5	5.0	4.7
住宅着工戸数 (万戸)	82	83	89	78	81	84	84	81	81	83	85	86	87	89	93	85	90
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	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.6
為替 (円/ドル)	86	78	81	92	86	83	82	82	77	77	77	79	79	81	83	85	93
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	84	113	110	82	77	83	97	115	115	110	110	110	110	110	110	108	105
経常利益 (前年比)	38.9	▲8.3	4.5	83.4	54.1	27.3	11.4	▲13.4	▲7.2	▲6.5	▲5.8	5.6	6.1	4.0	2.6	▲6.6	9.8

(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。消費者物価は2010年基準。経常利益の11/4-6は予測値。

(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

米国経済の見通し

		2010年	2011年	2012年	2010年				2011年				2012年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率, %	3.0	1.6	2.0	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.4	1.9	1.9	2.1	2.3	2.6
FFレイト誘導目標	期末, 上限, %	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
国債10年金利	平均, %	3.2	2.9	2.7	3.7	3.5	2.8	2.8	3.4	3.2	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8

(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はありません。