

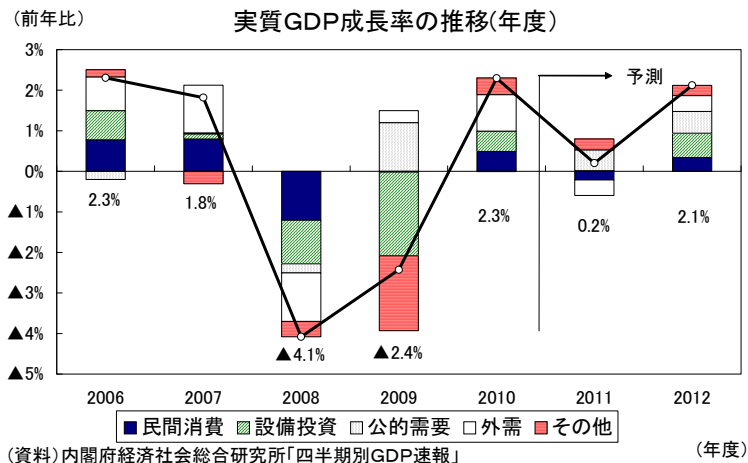
Weekly  
エコノミスト・  
レター2011・2012 年度経済見通し  
～11年4-6月期GDP2次速報後改定

経済調査部門 主任研究員 齋藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

## &lt;実質成長率:2011年度0.2%、2012年度2.1%を予想&gt;

1. 2011年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は、設備投資、民間在庫の下方修正などから1次速報の前期比▲0.3%（年率▲1.3%）から前期比▲0.5%（年率▲2.1%）へと下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、8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0.2%、2012年度が2.1%と予想する。2011年4-6月期の実績値が下方修正されたことを受けて、2011年度の成長率を前回から0.1%下方修正した。
3. 景気はすでに持ち直しに転じており、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って、前期比年率6.6%の高成長になると予想する。しかし、2011年度下期は復興需要が景気の押し上げ要因となる一方、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ため、成長率は年率1%台半ばへと大きく減速するだろう。
4. サプライチェーンの寸断や電力不足といった国内の供給制約の問題は解消されつつあるが、日本経済は円高、海外経済の減速という新たなリスクに直面している。米国、欧州経済は極めて厳しい状況にあり、政策対応次第でリセッション突入の恐れがある。海外経済の回復基調が途切れた場合には、日本経済も失速が避けられないだろう。



# 1. 4-6 月期の成長率は前期比年率▲2.1%

(3 四半期連続のマイナス成長)

9/9 に内閣府が公表した 2011 年 4-6 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比▲0.5% (年率▲2.1%) となり、1 次速報の前期比▲0.3% (年率▲1.3%) から下方修正された。

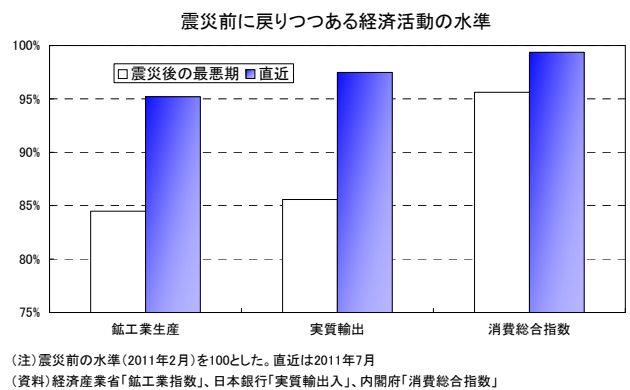
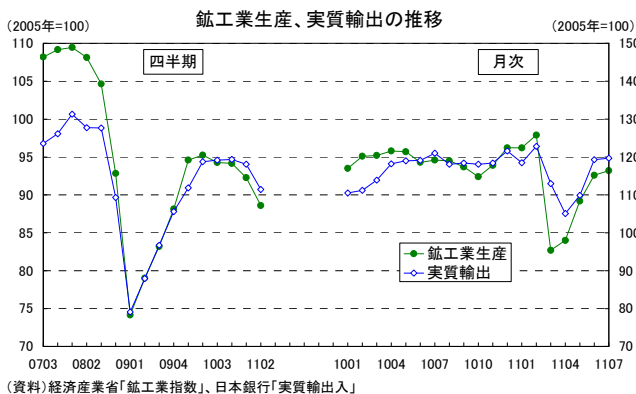
下方修正の主因は、4-6 月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が 1 次速報の前期比 0.2% から同▲0.9% へ、民間在庫が前期比・寄与度 0.3% から同 0.1% へと下方修正されたことである。1 次速報時点では設備投資の落ち込みは震災が発生した 2011 年 1-3 月期だけにとどまっていたが、2011 年 4-6 月期に加え、2010 年 10-12 月期についても増加から減少(前期比 0.1% → 同▲0.0%) へと修正されたため、設備投資は震災をはさんで 3 四半期連続で減少しているという形となった。

一方、6 月の建設総合統計の結果を受けて、公的固定資本形成は前期比 3.0% から同 4.3% へと上方修正されたほか、民間消費 (前期比▲0.1% → 同▲0.0%)、政府消費 (前期比 0.5% → 同 0.6%) も若干上方修正された。

(経済活動の水準は震災前に近づく)

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、景気はすでに持ち直しに転じている。4-6 月期の鉱工業生産指数、実質輸出はそれぞれ前期比▲4.0%、▲5.6% 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 7 月までの 4 ヶ月で 12.7%、実質輸出は 5 月から 7 月までの 3 ヶ月で 13.8% 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。

震災直後に急速に落ち込んだ経済活動は、当初の予想を上回るペースで回復しており夏場にかけて震災前 (2011 年 2 月) の水準を取り戻しつつある。

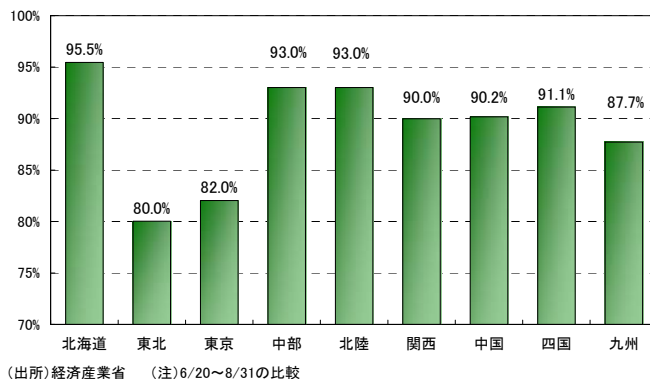


(電力不足による経済への影響は限定的)

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った模様だ。

今夏の最大電力需要は、電力使用制限令が発動された東北、東京電力管内で昨年に比べ20%程度抑制されたほか、その他の地域でも昨年比で大幅に低下した。

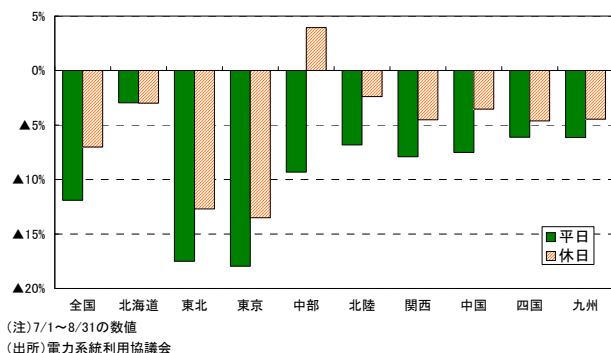
昨夏と比べた今夏の最大電力需要



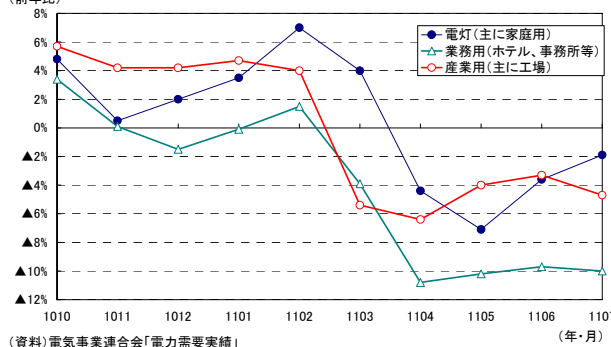
節電による経済活動への影響が限定的にとどまったのは、企業が電力供給制約による生産活動への影響を極力小さくするための方策を講じてきたことが大きい。代表的なものが、輪番休業、平日休業、休日操業、早朝・深夜への生産シフトなどである。節電が本格化した7月以降の電力使用量を平日と休日に分けて見てみると、平日は前年比で10%以上(全国の数値)の減少となっているのに対し、休日は平日よりも減少幅が小さい。特に、自動車産業のウェイトが高い中部電力管内では平日の電力使用量が昨年よりも減少する一方、休日の電力使用量は昨年よりもむしろ増えている。電力不足による生産への影響を緩和するために、工場の稼働日を休日にシフトしたことを反映したものと考えられる。

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、主として工場を稼働するために用いられる「産業用」の削減幅は「業務用」の半分以下にとどまっている。企業は生産活動への影響が相対的に小さい照明、空調、OA機器などの節電に重点を置いていることが窺える。

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



7月の鉱工業生産は、前月比0.6%の増加にとどまり、5月(同6.2%)、6月(同3.8%)に比べて伸びが大きく鈍化したが、これは節電の影響というよりは震災直後の急激な落ち込みからのリバウンド局面が終了しつつあることを反映したものと考えられる。一方、製造工業生産予測指数は、8月の前月比2.8%の後、9月は同▲2.4%と6ヵ月ぶりに減少に転じる見込みとなっている。電力不足の影響が緩和される9月の生産計画がマイナスとなったことは、海外経済の減速や円高の進展

を受けて企業の生産計画が早くも慎重化していることを示している。

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寸断や電力不足といった国内の供給制約の問題がほぼ解消される秋以降は、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だろう。

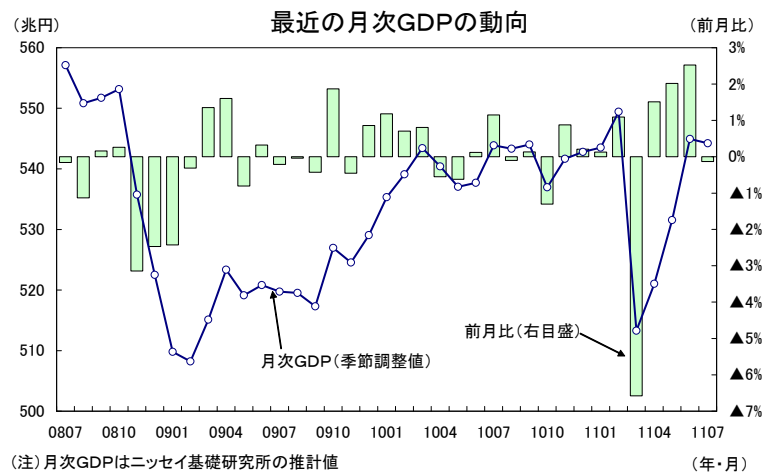
## 2. 実質成長率は2011年度0.2%、2012年度2.1%

(2011年7-9月期は高成長も10-12月期以降は減速へ)

2011年4-6月期のGDP2次速報を受けて、8/16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0.2%、2012年度が2.1%と予想する(8/16時点ではそれぞれ0.3%、2.1%)。2011年度の下修正は、2011年4-6月期の成長率が下方修正されたことが主因である。

実質GDPは3四半期連続でマイナス成長となったが、2011年7-9月期は高成長が期待される。

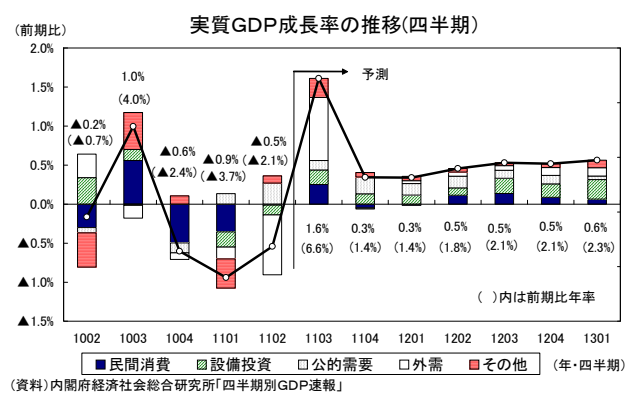
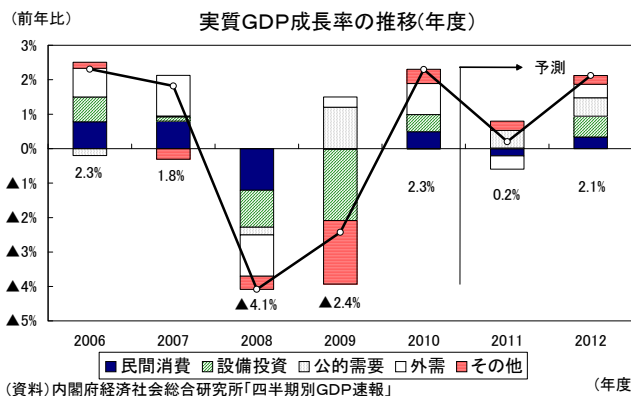
当研究所が推計している月次GDPは、震災が発生した2011年3月に前月比▲6.6%と過去最大の落ち込みを記録したが、4月が同1.5%、5月が同2.0%、6月が同2.5%と急ピッチで回復を続けた。7月は前月比▲0.2%と小幅ながら減少に転じたが、7月の月次GDPは4-6月期の平均よりも2%以上高い水準となっている。このことは8月、9月の月次GDPが前月比で横ばいにとどまったとしても7-9月期は前期比で2%を超える高い成長となることを意味している<sup>1</sup>。



当研究所では、8月、9月の月次GDPは景況感の悪化や地デジ対応テレビの反動減などから弱含む可能性が高いとみているが、極めて高い発射台からスタートすることが効いて、2011年7-9月期の実質GDPは前期比1.6%（前期比年率6.6%）の高成長になると予想している。

しかし、2011年10-12月期以降は大幅な減速が避けられない。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予想されるためである。2011年度下期は輸出の停滞を主因として年率1%台半ばの成長にとどまるだろう。2012年度入り後は、輸出の持ち直しに伴い成長率も徐々に高まると予想しているが、これはここに来て失速懸念が高まっている米国、欧州経済が極めて緩慢ながらも回復基調を維持することが前提となっている。米国、欧州経済は極めて厳しい状況にあり、政策対応次第ではリセッション突入の恐れがある。海外経済の回復基調が途切れた場合には、日本経済も失速が避けられないだろう。

<sup>1</sup> 当研究所の月次GDPは3ヵ月（たとえば、7、8、9月）の平均値が四半期（7-9月期）の値と一致するように作成している



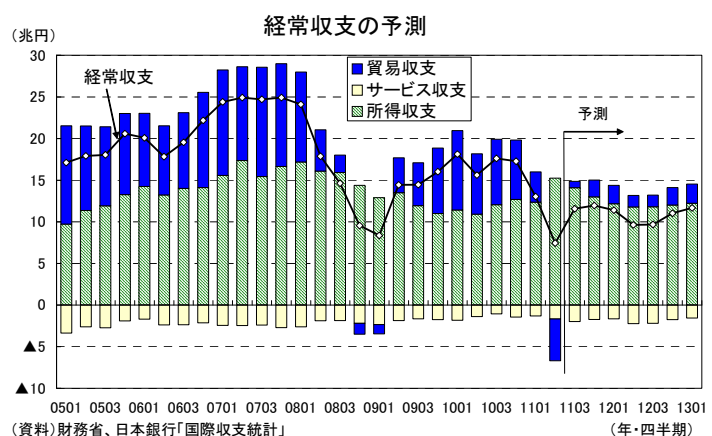
### (貿易収支、経常収支の見通し)

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7月まで4ヵ月連続の赤字となったが、赤字幅は5月の▲4,524億円をピークに7月には▲1,305億円まで縮小している。

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年度が2.3%、2012年度が2.2%へ縮小すると予想する。



### (物価の見通し)

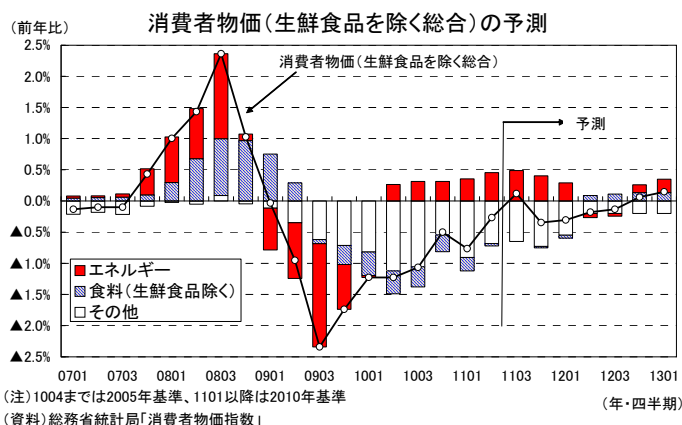
2011年7月の消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比0.1%と、2年7ヵ月ぶりのプラスとなった。

消費者物価指数は2011年7月分より2005年基準から2010年基準へと切り替えられた。基準改定に伴いコアCPI上昇率は▲0.6%ポイント下方修正され(2011年1月~6月の平均)、前回の基

準改定（2000年→2005年：▲0.5%ポイント）を若干上回る下方改定幅となった。コアCPI上昇率は旧基準では2011年4月に2年4ヵ月ぶりに上昇に転じた後、6月までプラスを続けていたが、新基準ではこれらが全てマイナスとなった。新基準のコアCPIは旧基準よりも3ヵ月遅れてプラスに転じる形となった。

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9月まではプラスの伸びを維持することが見込まれる。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。

年度ベースのコアCPIは2010年度の前年比▲0.8%の後、2011年度が同▲0.2%、2012年度が同0.0%と予想する。





# 日本経済の見通し (2011年4-6月期2次QE(9/9発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2011.8)

	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	0.2	2.1	▲0.2 ▲0.7 3.1	1.0 4.0 5.0	▲0.6 ▲2.4 2.2	▲0.9 ▲3.7 ▲1.0	▲0.5 ▲2.1 ▲1.1	1.6 6.6 ▲0.5	0.3 1.4 0.4	0.3 1.4 2.0	0.5 1.8 2.8	0.5 2.1 1.7	0.5 2.1 1.8	0.6 2.3 2.2	0.3	2.1
内需寄与度	(1.4)	(0.6)	(1.7)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.2)	(0.8)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	(1.7)
内、民需	(1.4)	(0.1)	(1.2)	(▲0.4)	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.9)	(▲0.1)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(1.1)
内、公需	(▲0.0)	(0.5)	(0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.5)	(0.6)
外需寄与度	(0.9)	(▲0.4)	(0.4)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.8)	(0.8)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.5)	(0.4)
民間最終消費支出	0.8	▲0.4	0.6	▲0.4	1.0	▲0.9	▲0.6	▲0.0	0.4	▲0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	▲0.4	0.6
民間住宅投資	▲0.3	1.5	4.0	▲0.1	2.1	2.8	0.2	▲1.8	2.1	▲1.2	1.2	0.5	1.1	1.6	3.7	0.8	4.9
民間企業設備投資	4.2	0.1	4.4	2.6	1.0	▲0.0	▲1.4	▲0.9	1.4	1.0	0.9	0.7	1.4	1.2	1.8	1.3	3.8
政府最終消費支出	2.2	2.3	2.0	1.0	0.4	0.4	0.8	0.6	0.4	0.8	0.3	0.6	0.5	0.5	0.3	2.5	2.3
公的固定資本形成	▲10.0	3.6	4.0	▲6.0	▲1.8	▲5.6	▲0.7	4.3	1.3	1.7	2.4	1.1	0.3	0.0	▲0.4	3.0	4.2
輸出	17.0	0.0	4.8	6.7	0.7	▲1.0	0.0	▲4.9	6.7	0.5	0.6	0.7	0.9	1.3	1.9	▲0.3	4.8
輸入	10.9	3.3	3.3	4.9	2.6	▲0.6	1.4	▲0.0	1.9	0.8	0.5	0.5	0.7	0.9	1.8	3.5	3.2
名目GDP	0.4	▲1.6	1.5	▲0.9	0.5	▲1.0	▲1.5	▲1.5	1.4	0.4	0.6	0.2	▲0.1	0.5	0.8	▲1.5	1.4

(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
	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	7.2	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	6.3	1.0	0.9	1.3	1.7	1.9	2.7	0.6	7.0
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	0.9	▲0.2	▲0.0	0.5	0.7	2.0	0.2
消費者物価 (前年比)	▲0.4	▲0.3	0.0	▲0.9	▲0.8	0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.0	▲0.5	▲0.3	▲0.0	▲0.1	0.1	0.1	▲0.4	0.0
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.8	▲0.2	0.0	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.8	▲0.3	0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.1	▲0.3	0.0
経常収支 (兆円)	16.1	10.6	10.5	15.6	17.6	17.3	13.0	7.4	11.6	12.0	11.4	9.6	9.7	11.0	11.7	10.4	10.3
(名目GDP比)	(3.4)	(2.3)	(2.2)	(3.3)	(3.7)	(3.6)	(2.8)	(1.6)	(2.5)	(2.5)	(2.4)	(2.0)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.2)
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	4.8	4.6
住宅着工戸数(万戸)	82	86	91	78	81	84	84	81	88	87	88	89	90	91	95	83	89
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	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	1.2
為替 (円/ドル)	86	78	81	92	86	83	82	82	78	77	77	79	79	81	83	78	81
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	113	110
経常利益 (前年比)	38.9	▲7.2	6.4	83.4	54.1	27.3	11.4	▲14.6	▲7.5	▲3.9	▲2.4	11.2	4.3	5.4	4.7	▲8.3	4.5

(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。