

# 日本経済情報

2011年3月号

## Summary

[内 容]

### 1. 東日本大震災の影響

下押し圧力が先行

2011年後半以降は復興需要による押し上げが優勢に

円高懸念は後退、株価はリバウンド

### 2. 日本経済の見通し

3四半期連続のマイナス成長に

2011年後半以降は持ち直し

2011年度の成長率は下方修正、2012年度は上方修正

#### 【 東日本大震災の影響 】

内閣府の試算によると、被害額は東日本大震災により住宅や企業の設備などの建築物、ライフライン、社会インフラに限っても16~25兆円（GDP比約3~5%）に上った模様である。

震災被害によるGDP成長率への影響は、①被災地域における経済活動の停止・抑制、②被災地域以外におけるサプライチェーン分断による経済活動の停止・停滞、③電力供給減少などによる経済活動の停止・停滞、などのマイナス要因が先行する。

2011年後半以降は、④政府による復興支援、⑤復興需要といった押し上げ要因が優勢となり、成長率は押し上げられよう。

また、ドル円相場については、G7による円売り協調介入により円高懸念が後退する中で、米国金利の上昇や日本の経常黒字縮小といった円安ドル高要因により、徐々に円安方向となろう。また、株式相場については、外国人投資家の買い越しによりリバウンドしており、年後半には復興需要や為替相場の円安傾向を追い風に回復に転じると予想される。

#### 【 日本経済の見通し 】

震災前は輸出の持ち直しにより1~3月期中に踊り場を脱するとみられていたが、主に震災被害に起因する供給制約により、2010年10~12月期から2011年4~6月期にかけて3四半期連続のマイナス成長に陥る可能性が高い。

7~9月期も電力需給の逼迫などの下押し要因は残るものの、被災地におけるインフラ復旧の進捗などを受けて復興需要が本格化するため、成長率はプラスに転じるとみられる。このため、当社は2011年度の成長率を1.2%から0.9%へ下方修正する一方で、2012年度の成長率を1.9%から2.2%へ上方修正する。

ただし、今回の修正においては原発事故による影響を考慮していないほか、10兆円を超えるとみられる政府の復興事業についても財源確保の手段とその影響について明確に織り込んでいない。今後の日本経済を見通すためには、こうしたリスク要因を含め、引き続き慎重に情勢を見極めていく必要がある。

伊藤忠商事株式会社  
調査情報部調査情報部長  
三輪裕範  
(03-3497-3675)主任研究員  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

## 1. 東日本大震災の影響

3月11日に発生した東北地方太平洋沖地震（以下、東日本大震災）は、東北および関東地方を中心に甚大な被害をもたらした。現時点における内閣府の試算<sup>1</sup>によると、被害額は住宅や企業の設備といった建築物、ライフライン（電気・ガス・水道）、道路や港湾、空港などの社会インフラに限っても16～25兆円（GDP比約3～5%）に上った模様である。

こうしたストックの毀損は、フローの概念であるGDP成長率へ直接影響を与えるものではないが、経済活動の変化を通じてプラス／マイナス両面の影響を与えることとなる。すなわち、東日本大震災による被害がGDP成長率へ与える影響は、①被災地域における経済活動の停止・抑制、②被災地域以外におけるサプライチェーン分断による経済活動の停止・停滞、③電力供給減少などによる経済活動の停止・停滞、などがマイナス要因となる一方で、④政府による復興支援、⑤復興需要といった押し上げ要因もある。

### 下押し圧力が先行

上記①～⑤のうち、①の被災地域における経済活動の停止・抑制については、復興が進み経済活動を行うための基盤が正常化するまでの間、主に設備投資や個人消費、住宅投資などの民間需要が相当程度抑制されることが見込まれる。②のサプライチェーン分断の影響は、自動車や電気製品分野などに見られるように、東北地方の部品工場が生産停止状態に追い込まれることで完成品の生産にまで支障をきたすことである。現在、国内および海外における代替生産の可能性を模索しているところであるが、被災工場の復旧ないしは代替生産へのシフトが完了するまでの間、供給不足により国内需要や輸出が抑制されることとなろう。①および②による影響が解消するには、被災地において生活や生産のためのインフラがある程度復旧する必要があるため、少なくとも半年から1年程度は景気を大きく下押しする可能性が高い。なお、内閣府では、民間企業の設備毀損により当初1年間でGDPが1.25～2.25兆円（0.2～0.4%）程度押し下げられ、さらにサプライチェーン分断により0.25兆円（0.05%）程度押し下げられると試算している。

③の電力供給減については、特に人口や生産拠点が集中している関東地方を中心に、計画停電の実施や、それを受けた小売店や飲食店の営業時間短縮、消費者の自粛ムードにより、企業においては生産能力ないしは効率の低下、家計においては個人消費の冷え込みといった形で影響が出始めている。問題の根底にある東京電力の供給能力は、新聞報道<sup>2</sup>によると震災前の5,200万Kwから震災直後は3,100万Kwまで落ち込んだ模様である。その後、震災で停止した発電所の一部が復旧、他電力会社からの融通100万Kw、揚水発電所の利用200万Kwなども加わり、3月24日時点で3,850万Kwまで回復している。一方の電力需要は、平日のピークで昨年の5,000万Kwを若干下回る水準から、計画停電の実施や節電により現在の供給能力でカバーできる水準まで抑制されており、経済活動に一定の制約を課しながら、突発的な大規模停電の発生を回避している状態が続いている。

今後について東京電力では、7月末までに震災で停止中の火力発電所を順次復旧させることで760万Kw、休止中の火力発電所の運転再開で90万Kw、定期点検中の発電所の運転再開で370万Kw、発

<sup>1</sup> 内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議 震災対応特別会合資料」（2011年3月23日）。

<sup>2</sup> 3月13日付け東京新聞。

電所の新設で 40 万 Kw の計 1,260 万 Kw に上る供給力拡大を計画している (表)。一方で、気温上昇による火力発電所の出力減が 260 万 Kw 見込まれており、差し引き 1,000 万 Kw の供給増、つまり 4,850 万 Kw 程度まで供給力が回復する見通しである。こうした計画に基づき、今後、徐々に供給能力が回復に向かうため、5 月の連休明けには電力供給が安定的に需要を上回り計画停電の実施は見送られ、電力不足に起因する景気下押し圧力は一旦緩和する見込みである。

しかしながら、夏場にはエアコンの利用増加などにより平日昼間の電力需要が大幅に増加する。東京電力では、今夏の電力需要のピークを、猛暑であった昨年の 6,000 万 Kw より 500 万 Kw 低い 5,500 万 Kw と想定しているが、それでも現在の計画では電力供給が 650 万 Kw 不足する計算になる。こうした状況に対して、追加的な供給拡大策として、他電力からの融通拡大 (5 万 Kw 程度)、鉄鋼メーカーの自家発電電力の供給 (47.5 万 Kw) のほか、揚水発電の一段の活用などにより若干の上積みは可能であるが、不足分を埋めきれ程の供給力の積み上げは見込み難い。そのため、夏場には再び計画停電などによる電力需要の抑制が必要となろう。産業界では夜間や休日稼働などにより電力需要を平準化しピーク時の需要水準を引き下げるとともに、計画停電による生産効率の低下を回避することなどが検討されているが、その効果や実現可能性は現時点では不透明である。

なお、内閣府は、電力供給不足による影響について、GDP の減少要因としているものの、具体的な数値については算出困難として明示せず、さらに今後の対応によってその影響が小さくなることが期待されるとしている。当社は、今年の夏場の電力需要について、上記の通り平年ベースから 1 割程度の抑制を余儀なくされ、生産制約などにより輸出や個人消費がある程度押し下げられると考えている。

### 2011 年後半以降は復興需要による押し上げが優勢に

一方、GDP の押し上げ要因のうち、④政府による復興支援は、自衛隊 10 万人規模の派遣や支援物資の供給などであり、GDP 上は主に政府消費として計上される。既に震災直後から行われているが、四半期で見れば 4~6 月期が最大となり、以降も当面は高水準で推移するとみられる。また、⑤復興需要は、毀損したストックの再生に伴うもの、すなわち民間企業設備やインフラ、住宅の修繕や廃棄・新設であり、震災直後から一部の設備やインフラについては修繕が進められている。ただし、特に被害が大きかった地域においては、未だ復興作業に必要な環境が十分に整っていないため、復興需要が本格化するのには 2011 年度後半頃となる可能性が高い。また、復興需要は今後 3~5 年間に集中的に顕在化すると考えられ、内閣府では毀損したストック 16~25 兆円を震災発生後 3 年間で回復するとした場合、復興需要は 2011 年度に 5~8 兆円 (GDP 比 0.9~1.5%)、2012 年度 6~9.5 兆円 (GDP 比 1.1~1.8%) 程度に、5 年間で回復する場合は 2011 年度に 4~6.25 兆円 (GDP 比 0.7~1.2%)、2012 年度 4.75~7.5 兆円 (GDP 比 0.9~1.4%) 程度になると試算している。当社では、今回の震災被害の規模が甚大であり、かつ広範に渡っていることから、復興の主体となるべき自治体の機能が著しく低下していることなどを勘案し、5 年程度と想定することが妥当と考えている。

東京電力の供給計画			
(万Kw)			
	3月24日 現在	供給増 計画	7月末 見込み
<b>供給力計</b>	<b>3,850</b>	<b>1,000</b>	<b>4,850</b>
除く揚水発電	3,650	1,000	4,650
揚水発電	200		200
<b>供給増計画内訳</b>			
停止発電所の復旧			760
休止発電所の運転再開			90
定期点検からの復帰			370
発電所の増設			40
既存火力の出力減少			260

(出所)東京電力の資料を基に当社にて作成。

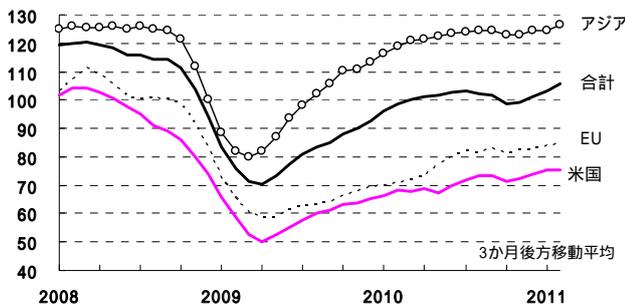
円高懸念は後退、株価はリバウンド

東日本大震災に伴う金融市場の動揺は、概ね収束したようである。日銀は、一部に金利上昇が見られた短期金融市場に震災直後の14日に即日オペで15兆円供給、その後も大量の資金供給を続けている。その結果、一時0.1%を超えた無担保コール翌日物金利が0.07%台まで低下するなど、短期金利は落ち着きを取り戻している。

ドル円為替相場は、震災による被害を受けて日本企業が海外資産を売却し資金を海外から国内へシフト（リパトリ）するとの思惑から円買いの動きが広がり、17日には一時1ドル=76円25銭まで円高が進行、過去最高値を更新した。しかし、日本時間の18日早朝、G7による円売り協調介入が決定、実施されると、急速に円高は修正され、18日以降は震災前と概ね同水準の1ドル=81円前後で推移している。今後は、①米国景気の持続的な持ち直しを受けた米国金利の上昇（日米金利差拡大）、②震災の影響による日本の輸出回復の遅れ（日本の経常黒字縮小）、③協調介入への警戒感（円高期待の後退）、などがドル高円安要因となり、ドル円相場は徐々に円安方向に向かうとみられる。

日経平均株価も、3月15日には一時8,227円まで下落した。しかしながら、下落幅が震災の発生した11日の高値10,379円から約2割に達したこともあり、その後は海外投資家を中心に底値買いの動きが広がり、9,000円台半ばまで値を戻している。3月14～18日の週における東京、大阪、名古屋3市場を合わせた取引状況を見ると、外国人投資家が過去2番目の水準となる9,552億円の大幅な買い越しとなっており、海外資金が株式相場を下支えした様子が確認できる。今後は当面、震災の特にマイナス面の影響を受けながら一進一退の動きが見込まれるが、年後半には復興需要や為替相場の円安傾向を追い風に、回復に転じると予想される。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所)財務省

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所)経済産業省

2. 日本経済の見通し

3 四半期連続のマイナス成長に

東日本大震災発生前の時点で当社は、日本経済は1～3月期中に踊り場を脱し、徐々に持ち直しの動きを明確にすると予想していた。2010年終盤からの輸出の復調により、1～3月期の鉱工業生産は3四半期ぶりの前期比プラスに転じることがほぼ確実とみられていたためである<sup>3</sup>。ところが、今回の震災により3月の生産は前月比で大幅な落ち込みが避けられず、1～3月期で見ても前期比横ばい程度に

<sup>3</sup> 2、3月の生産予測（2月前月比0.1%、3月1.9%）に基づいて試算すると、1～3月期の前期比は4.5%増となる。

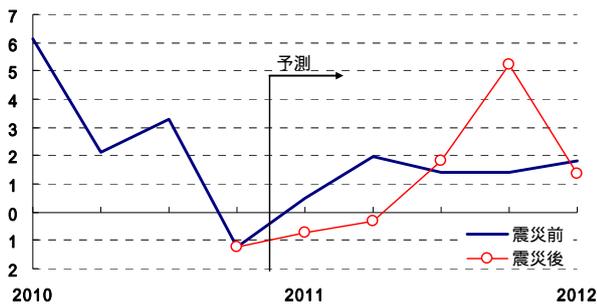
とどまる可能性が高まった<sup>4</sup>。

また、実質 GDP 成長率も、2010 年 10～12 月期は輸出や個人消費の落ち込みにより前期比年率▲1.3%と 5 四半期ぶりのマイナス成長を記録したが、2011 年 1～3 月期は輸出の持ち直しにより横ばい乃至は若干のプラス成長を当社は予想していた。ところが、震災被害により生産活動が制約されたことから輸出は 3 月中旬以降に急減、個人消費も冷え込んだとみられることから、2011 年 1～3 月期の成長率は 2010 年 10～12 月期に続いてマイナスとなる可能性が高い。

そして、2011 年 4～6 月期も、電力供給問題は一時的に後退するものの設備毀損やサプライチェーン分断による生産活動の制約要因が残るため、輸出は 1～3 月期の水準を下回る（前期比でマイナス）とみられる。また、個人消費についても、復旧途上の被災地では回復に程遠い状況であり、自粛ムードが残る中で 5 月の連休期間におけるレジャー支出なども抑制が見込まれるなど下押し圧力を受ける状況が続こう。一方で、政府の支援活動が本格化することにより政府消費は大幅な増加が予想されるが、差し引きすれば下押し要因が上回り、マイナス成長が続くとみられる。

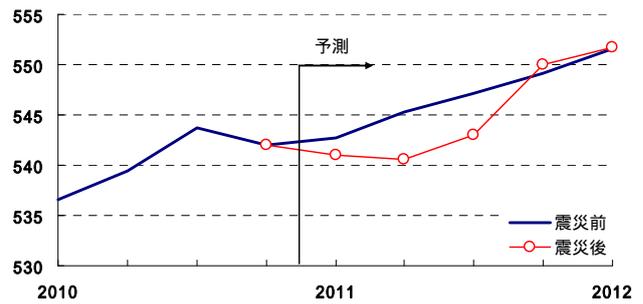
この結果、GDP 成長率は、2010 年 10～12 月期から 2011 年 4～6 月期にかけて 3 四半期連続のマイナスとなり、日本経済は一旦リセッション入りする可能性が高いと考えられる。

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



(出所)内閣府、予測は当社による

実質GDPの推移(季節調整値、兆円、2005年価格)



(出所)内閣府、予測は当社による

## 2011 年後半以降は持ち直し

2011 年 7～9 月期は、夏場の電力需要拡大を受けて再び計画停電などの電力抑制策が行われるとみられるため、5 月連休明け以降の電力需給改善に伴って和らいだ消費者の自粛ムードが再び強まり、個人消費は一段と減少しよう。また、輸出は、海外景気の復調や円高圧力の緩和により増加に転じるとみられるが、サプライチェーンの修復にメドが付く一方で電力供給問題の再燃により生産に制約を受けるため、リバウンド程度にとどまろう。

しかし一方で、この頃には被災地におけるライフラインや交通インフラなどの復旧がある程度進捗することから、インフラ復旧ペースが加速、民間部門でも設備や住宅の復興需要が本格化しよう。このため、7～9 月期の成長率はプラスに転じ、日本経済はリセッションから脱すると予想する。

10～12 月期以降は、電力需給が冬場の需要拡大により一時的に逼迫し、経済成長を若干抑制するとみられるもの、海外景気の拡大を背景とする持続的な輸出拡大の下、経済活動の正常化に伴う民間需要

<sup>4</sup> 1～3 月期の生産の前期比は、2 月の実績が生産予測通りと仮定すると、3 月の実績が前月比▲11.0%まで落ち込めばちょうどゼロとなる。

の持ち直しや継続的な復興需要により、日本経済は持ち直しの動きを鮮明にするとみられる。

## 2011年度の成長率は下方修正、2012年度は上方修正

以上を踏まえ、当社は、2011年度の成長率を、震災前に予想していた1.2%から0.9%へ下方修正する（暦年では1.0%→0.6%）。主な要因は、年度前半の震災被害に起因する供給制約によるものである。また、2012年度の成長率については、復興需要により1.9%から2.2%へ上方修正する（暦年では1.8%→2.2%）。

なお、今回の改訂においては、原発事故に伴う影響は予見不可能な部分が大きいため、織り込んでいない。この問題が長期化、ないしは悪化する場合、景気下振れリスクとなることは言うまでもない。また、復興支援やインフラ復旧のためには政府支出の拡大が必要であり、その財源確保が最大の懸案事項である。政府は、2011年度予算の成立後、4月中にも第1次補正予算を編成し、当面の復興資金を確保する方針を示している。現段階で候補に挙がっている財源は、高速道路無料化1,200億円や子ども手当2兆2,000億円の見直しのほか、1兆5,000億円程度とみられる法人税減税の見送りなどであるが、復興のための所要額は総額で10兆円を下らないとみられるため、大胆な歳出削減を行わない限り大部分を国債発行によらざるを得ない。第1次補正予算に盛り込まれる復興事業は、仮設住宅など早急に必要なものに限られるため、上記の財源で手当てできるとみられるが、今後見込まれる本格的な復興事業のための補正予算編成においては、財源確保が大きな障害となろう。大部分を国債増発に依存することになれば、国債市場への影響が懸念される。日本経済の先行きを見通すためには、こうしたリスク要因を含め、引き続き慎重に情勢を見極めていく必要がある。

### 日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 予想	2011 予想	2012 予想
実質GDP	▲2.4	2.8	0.9	2.2
国内需要	▲2.7	2.0	1.8	1.6
民間需要	▲5.0	2.5	1.0	2.5
個人消費	▲0.0	1.0	▲1.4	1.8
住宅投資	▲18.2	▲0.2	9.2	5.4
設備投資	▲13.6	5.2	8.6	4.1
在庫投資(寄与度)	(▲1.1)	(0.5)	(0.1)	(0.0)
政府消費	3.4	2.3	3.7	▲1.0
公共投資	14.2	▲8.1	8.7	▲0.9
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.3)	(▲0.8)	(0.6)
輸出	▲9.6	17.3	0.6	9.0
輸入	▲11.0	11.1	8.5	6.7

(出所)内閣府、予想は当社による

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。