

日本経済情報

2011年5月号

Summary

[内 容]

1. 東日本大震災の影響 ～アップデート

(1) 生産動向: 輸送機械工業で顕著だったサプライチェーン途絶の影響

(2) 需要動向: 在庫の大幅減により1~3月期は予想以上のマイナス成長

2. 日本経済の見通し

電力不足懸念は大きく後退したが原発事故は長期化

サプライチェーン復旧時期は早まる可能性

一次補正予算は成立も二次補正は難航の見通し

足元は下振れながら復調前倒しで成長率予想は据え置き

伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)

主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【 東日本大震災の影響～アップデート 】

震災により生産水準は全国平均で2割以上押し下げられ、業種別では輸送機械、情報通信機械、一般機械の落ち込みが大きかった。情報通信機械は東北地方の集積度が高いことが主因であり、輸送機械、一般機械はサプライチェーン途絶の影響が大きかったとみられる。

1~3月期の実質GDP成長率は前期比0.9%（年率3.7%）と予想を上回る大幅なマイナス幅を記録した。生産力の大幅な低下を受けて在庫投資が大幅に減少したほか、個人消費が被災による直接的な影響のほか、余震や計画停電、原発事故などによるマインド冷え込みや自粛ムードにより被災地以外でも大幅に減少した。輸出も生産減により回復が頭打ちし、一方で代替輸入が増加したため、純輸出の寄与度はマイナスとなった。政府消費は災害復旧活動により伸びを高めた。

ただし、個人消費は物販を中心に4月半ば頃には底入れし、設備投資に関しても毀損した設備を復旧する動きが見られるなど、景気が震災被害から持ち直す兆しも出始めている。

【 日本経済の見通し 】

今後の景気動向を左右するポイントは、夏場の電力需給、サプライチェーンの回復時期、補正予算、の3点であろう。

電力不足懸念は、東京電力による供給力拡大と節電対策の強化により大きく後退している。しかしながら、原発事故は収束時期が見通せず、悪影響が長期化しよう。サプライチェーンの復旧時期は、部品調達の正常化が進み計画停電も回避されることから、早まる可能性が出てきている。また、一次補正予算は成立したが財源問題が浮き彫りとなり、二次補正予算は財源確保が難航し成立に時間を要するとみられる。

以上を整理すると、足元2011年1~3月期の成長率が予想以上のマイナス成長となったことが下方修正要因となる一方で、設備投資の早い立ち上がりや電力需給懸念の後退、サプライチェーン途絶の早期解消により、その後の成長テンポがこれまでの想定よりも速まる点が上方修正要因となる。このため、2011年度の成長率予想は0.6%で据え置き、2012年度は2.4%から2.5%へ小幅ながら上方修正する。なお、2011暦年の成長率は0.2%へ下方修正する。

1. 東日本大震災の影響～アップデート

3月11日に発生した東日本大震災による影響が、3月以降の経済指標で明確になりつつある。以下、生産サイドと需要サイドに分けて、各種経済指標により震災の影響を見ていく。

(1) 生産動向：輸送機械工業で顕著だったサプライチェーン途絶の影響

3月の鉱工業生産は、前月比 15.5%の大幅減少となった。予測指数では前月比 1.4%の増加が見込まれていたが、実現率（予測指数に対する実績の乖離）は 19.8%となり、3月平均の生産水準は震災の影響によって約2割下振れたことが確認された。さらに、3月の生産水準を震災発生の前後に分けて考えると、発生前の3月上旬は2月平均並みかそれ以上の水準であったとみられるため、3月の前月比が 15.5%になったことから逆算すると、3月中・下旬平均の生産水準は上旬に比べて23~25%程度¹落ち込んだことになる。

3月の実現率を業種別に見ると、輸送機械工業の 50.7%、情報通信機械工業の 23.0%、一般機械工業の 14.1%が他業種の 10%程度に比べ大きい（下表）。これらのうち、情報通信機械工業については、全産業に対するウエイトが東北地方は 9.6%と全国の 4.3%に比べて高いことから判断すると、東北地方における設備毀損の影響によって、他業種より強く生産水準が押し下げられたためと考えられる。一方、自動車を中心とする輸送機械工業は、全国のウエイト 16.9%に対して東北地方は 6.3%にとどまっているにもかかわらず生産が大きく落ち込んでいる。これは、サプライチェーン途絶による間接的な影響が、設備毀損という直接的な影響をはるかに上回って生産水準を押し下げていることを示している。こうした傾向は一般機械工業においても確認されるが、生産の落ち込み度合いを見る限り、サプライチェーン途絶の影響は輸送機械工業において際立って顕著であった。

震災後の業種別生産動向						
	3月実績		4月 見込み	5月 見込み	ウエイト(%)	
	前月比	実現率			全国	東北
製造工業	15.3	19.8	3.9	2.7	99.8	99.7
鉄鋼業	10.3	9.0	0.8	1.3	6.0	3.2
非鉄金属工業	16.5	9.8	3.3	4.2	2.1	2.2
金属製品工業	10.6	10.1	5.6	1.9	5.7	5.6
一般機械工業	14.4	14.1	13.9	4.5	13.2	10.1
電気機械工業	10.3	11.4	7.2	3.5	6.1	3.6
情報通信機械工業	7.8	23.0	1.3	8.3	4.3	9.6
電子部品・デバイス工業	6.9	11.1	5.1	0.2	8.0	17.9
輸送機械工業	46.4	50.7	7.6	4.1	16.9	6.3
化学工業	11.4	12.9	3.2	6.2	8.2	7.0
紙・パルプ工業	8.4	10.6	0.9	0.1	2.4	3.4

(出所) 経済産業省、東北経済産業局

そのほか、電子部品・デバイス工業については、東北地方のウエイトが 17.9%と全国の 8.0%を大きく上回っているが、3月の生産は前月比 6.9%（実現率 11.1%）と比較的小幅な落ち込みにとどまっており、一見すると東北地方における被災の影響はさほど大きくない印象を受ける。しかしながら、

¹ 3月上旬の水準が2月平均並みの場合は23%程度、予測指数（1.4%増）程度の上昇を見込めば25%程度の落ち込みとなった計算になる。

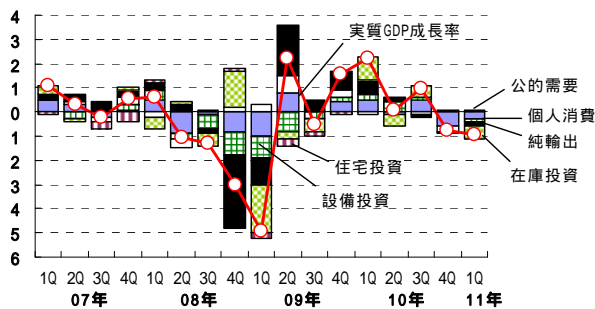
内訳を見ると半導体部品（シリコンウエハ）の生産が前月比 28.8%と大幅に減少しており、少なくともシリコンウエハ分野では東北地方における生産設備毀損が全国の生産水準を大きく押し下げたことが確認された²。また、東北地方において自動車用半導体の生産が停止したことがサプライチェーンを通じて自動車生産の落ち込みにつながっており、こうした二次的なものも含めると、東北地方の電子部品・デバイス工業分野における被害の影響も大きかったと言える。

震災により生産能力が大幅に低下する中で、出荷水準の落ち込みを少しでも緩和するため、在庫は大幅に取り崩された。生産の前月比 15.5%に対し出荷は 14.6%にとどまり、その結果、3月の在庫指数は前月比 4.2%と金融危機直後（2009年2月）以来の大幅な減少を記録した。

生産予測指数によると、4月に前月比 3.9%、5月も 2.7%と生産の持ち直しを示唆しているが、仮に予測通りとなった場合でも、4～5月平均の生産水準は1～3月期を 5.6%下回る。6月も上昇が続くと見込まれるが、それでも4～6月期の生産は前期比 5%程度の減少は避けられないであろう。したがって、生産は2010年7～9月期以降、4四半期連続のマイナスとなる可能性が高いと考えられる。

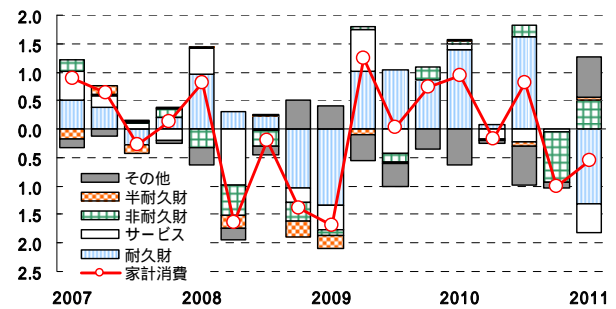
また、業種別に見ると、電子部品・デバイス工業や紙・パルプ工業において予測指数が4月、5月とも前月比マイナス、情報通信機械工業が4月にマイナスとなっている。東北地方で高いウエイトを占めるこれらの業種では生産設備毀損の影響が大きいため、他産業よりも回復が遅れている可能性が示されている。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)内閣府

家計消費の推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)内閣府

(2) 需要動向：在庫の大幅減により1～3月期は予想以上のマイナス成長

5月19日に発表された2011年1～3月期の実質GDPは前期比 0.9%（年率 3.7%）と予想を上回る大幅なマイナス成長を記録した。2010年10～12月期の 0.8%（ 3.0%）に続き2四半期連続のマイナス成長となった。最大のマイナス寄与は在庫投資である（前期比寄与度 0.5%Pt）。先に見た通り生産力の大幅な低下を受けて製品在庫が大幅に減少したほか、原材料や流通在庫など幅広く在庫が取り崩された模様である。さらに、民間部門の石油備蓄義務引き下げも在庫投資の減少に寄与した。最終需要では、個人消費が被災地における物理的な制約を受けた消費活動の縮小、余震や計画停電、原発事故などによる消費マインドの冷え込み、被災地以外における自粛ムードなどにより、前期比 1.0%（寄与度 0.3%Pt）の大幅減少となった。また、生産減による輸出回復の頭打ち（前期比 0.7%）と代替輸入の増加（2.0%）により純輸出の寄与度が 0.2%Pt となった。一方で、災害復旧活動によ

² 東北地方における生産動向については、2011年5月16日付け Economic Monitor「大震災を受けた東北地域とそれ以外の鉱工業生産動向」も参照されたい。

り政府消費は10～12月期の前期比0.4%から1～3月期は1.0%へ伸びを高めた。

個人消費：耐久財やサービス消費の冷え込みが買いためを上回り減少

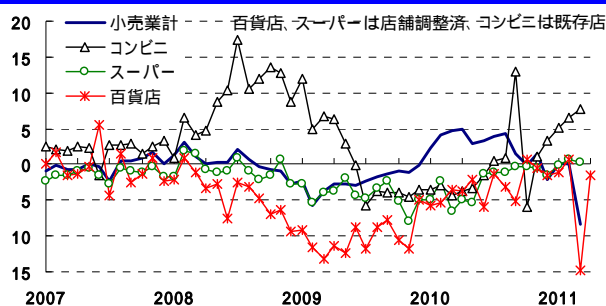
1～3月期の家計消費は前期比0.6%となったが、財別の内訳を見ると、耐久財消費が7.3%（家計消費全体への寄与度1.3%Pt）と落ち込みが目立った。エコポイント制度の縮小により対象家電の販売が落ち込んだことが主因である。震災前は3月末のエコポイント制度終了に伴う駆け込み需要が期待されたが、震災により不発に終わった。なお、生産が滞った乗用車販売は3月に当社試算の季節調整値で前月比28.7%と大幅に減少したものの、昨年11月以降増加が続いていたため、1～3月期では前期比4.1%と減少を免れた。

サービス消費も震災後に外食やレジャーを自粛する動きが広がったことから前期比0.9%（寄与度0.5%Pt）と大きく落ち込んだ。一方で、非耐久財消費は、たばこ販売が昨年10月の大幅値上げにより10～12月期に落ち込んだ反動で増加したほか、震災後に食料品や日用品などを買いためする動きが広がり、前期比2.2%（寄与度0.5%Pt）の増加となった。

不要不急の消費を抑制する一方で食料品や日用品を買いためする消費者行動は、業態別の販売動向でも確認された。百貨店売上高（店舗調整済）は2月の前年同月比0.7%から3月は14.7%と大幅なマイナスに転じたが、スーパー売上高（店舗調整済）は2月0.6%、3月0.3%と底堅く推移し、コンビニ売上高（既存店）は2月の6.5%から3月は7.7%へ伸びを高めた。

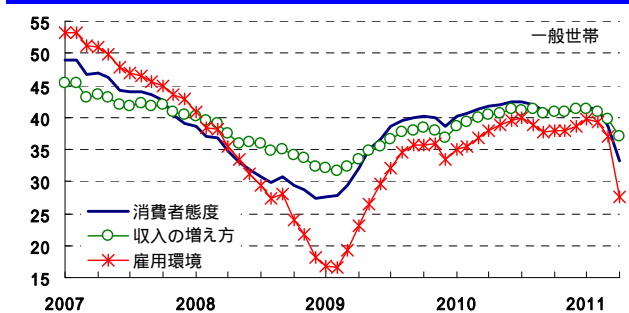
なお、地域別のコンビニ売上高を見ると、商品供給が滞った東北地方では2月の前年同月比11.4%から3月は17.2%へ大幅に落ち込んだ一方で、関東地方では電池やティッシュペーパーなどの日用品販売が増加したことから2月の7.9%から3月は12.2%へ伸びを高めている。関東における店頭での商品不足は、供給不足ではなく過剰な買いためによるものであったことが確認された。

業種別小売売上高の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

消費者態度指数の推移(季節調整値)



(出所)内閣府

消費マインドは、震災を受けて急速かつ大幅に悪化した。消費マインドの代表的な指標である消費者態度指数（一般世帯）は、震災の影響により2月調査の41.2から3月調査38.6、4月調査33.1と2ヶ月間で8.1ポイントも低下した³。4月の水準はリーマンショック後の2008年12月に記録したボトム27.4ほどには悪化していないものの、4月の低下幅は月次調査を始めた2004年4月以降で最大で

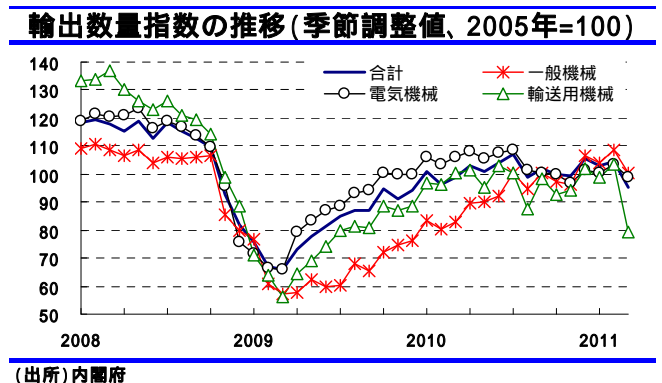
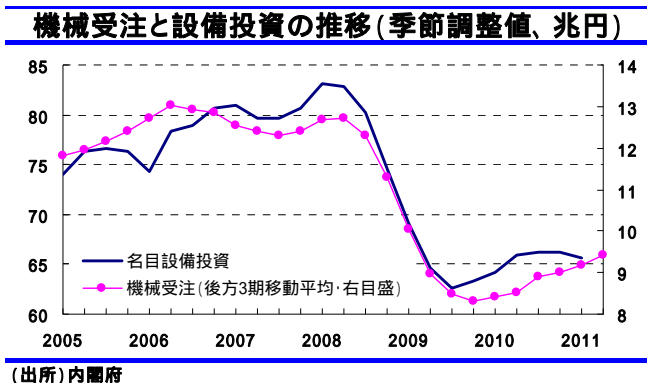
³ 消費者態度指数（消費動向調査）は毎月15日を基準としているが、震災のあった3月の調査では、11日以前に調査票の約3分の1を回収しており、12日以降の回収分についても震災前に記入された調査票が含まれているとみられることから、半数程度は震災の影響を織り込んでいないと考えられる。そのため、震災の影響は3月から4月にかけて調査結果に表れている。

ある。内訳を見ると、特に雇用環境に対する意識が悪化しており（3月 37.0 4月 27.6）、震災の発生を受けて雇用不安が広がった様子が見取れる。

ただし、4月の百貨店売上高は前年同月比 1.5%まで改善しており、月末近くに調査が行われる景気ウォッチャー調査では、4月に家計動向関連において現状判断こそ小幅な改善（3月 25.3 4月 27.1）にとどまったものの、先行き判断は大幅に改善した（25.9 38.7）。消費活動は、物販を中心に4月半ば頃には底入れし、徐々にではあるが正常化に向かいつつあると判断できる。

設備投資：毀損設備復旧の動き

設備投資は1～3月期に前期比 0.9%と6四半期ぶりの減少となり、震災がそれまでの緩やかな持ち直しの動きに水を差した格好となった。しかしながら、3月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比 2.9%と予想外の増加となり、1～3月期も前期比 3.5%と2四半期ぶりの増加に転じた⁴。さらに、4～6月期の見通しは前期比 10.0%の大幅増加となり、今後の設備投資の回復を期待させる内容となった。生産設備が毀損した企業の多くが、震災直後に復旧に向けた機械設備の発注を急いでいると考えられる。



輸出入：生産力低下で輸出は減少、代替輸入の増加で貿易黒字は縮小

持ち直しつつあった輸出は、震災を受けた生産の落ち込みにより、大幅に減少した。輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で2010年12月に前月比 6.4%の増加を見せた後、2011年1月 2.6%、2月 1.5%と一進一退ながら回復の兆しを見せていたが、3月は前月比 9.1%と大幅に減少した。なかでも輸送用機器が、サプライチェーン途絶により大幅に生産能力が落ち込んだため、3月に前月比 23.4%と急減したほか、同様の理由により一般機械も 7.3%と比較的大きい減少となった。

一方の輸入は、3月の輸入数量指数が前月比 0.2%と概ね横ばいにとどまり、輸出とは対照的とも言える動きを見せた。輸送用機器は自動車生産の大幅な落ち込みに伴って部品を中心に大幅に落ち込んだが（前月比 18.8%）、一般機械（4.4%）や繊維製品（3.3%）などが増加した。国内生産の落ち込みを補うための代替輸入により押し上げられたものとみられる。

こうした輸出入の動きを反映して、貿易収支（季節調整値）は2月の4,774億円から3月には963億円まで黒字幅が縮小し、四半期で見ても10～12月期の1兆2,635億円から1～3月期は7,550億円へ

⁴ 機械受注については、2011年5月16日付け Economic Monitor 「復旧投資が早期に顕現化し予想外の増加（3月機械受注）」も参照されたい。

大幅に縮小している。

2. 日本経済の見通し

以上の通り、震災後の日本経済は、設備毀損やサプライチェーン途絶により供給力が2割以上も低下し、在庫の取り崩しや輸出の減少につながったほか、マインドの悪化が個人消費を抑制させたため、景気は急速に冷え込んだ。ただし、4月以降は生産水準が緩やかながらも持ち直しつつあり、個人消費には底入れの動きも見られる。

こうした現状などを踏まえつつ、今後の景気動向を左右する主なポイントを挙げると、経済活動の阻害要因として懸念される夏場の電力需給、途絶されたサプライチェーンの回復時期、復旧・復興需要を後押しする補正予算、の3点であろう。

電力不足懸念は大きく後退したが原発事故は長期化

東京電力管内の夏場の電力需要は、平均気温が昨年並みの猛暑であれば最大6,000万Kw、平年並みにとどまったとしても最大5,500万Kwまで拡大すると予想されている。そうした状況下で、震災直後の3月25日に発表された東京電力の見通しにおいて、7月末の電力供給力が最大4,850万Kwにとどまるとされ、電力不足が懸念されていた。しかしながら、4月15日の修正見通しでは7月末の最大供給力が5,200万Kw(8月末は5,070万Kw)まで、5月13日には5,520万Kw(8月末5,620万Kw)まで引き上げられ(下表)、電力不足懸念は大幅に後退した。

さらに、政府が示した使用最大電力15%以上の削減という目標を受けて、自動車工業会が休日を電力需要の多い木金に変更する方針を示すなど、企業は電力需要の削減や平準化に向けた検討を始めている。また、家庭でも節電意識が高まっており、LED照明や省エネ家電への切り替えが進み、消費電力が抑制される可能性が高い。このため、昨年のような猛暑にならない限り、東京電力管内において電力不足が経済活動を制約する度合いは、少なくとも計画停電が行われた震災直後に比べ相当小さくなったと考えて良いであろう。

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	供給増 計画	8月末 見込み
供給力計	3,850	1,220	5,520	100	5,620
除く揚水発電	3,650	1,220	4,870	100	4,970
揚水発電	200		650		650
供給増計画内訳					
停止発電所の復旧		890		0	
休止発電所の運転再開		90		35	
定期点検からの復帰		410		185	
発電所の増設		80		70	
その他		10		190	
既存火力の出力減少		260		0	

(出所)東京電力の資料を基に当社にて作成。

その一方で、中部電力浜岡原発の稼働停止をきっかけに、電力各社において定期検査中の原発が検査

終了後に再稼働できるかどうか懸念されるなど、夏季の電力不足に対する懸念が全国的に広がりつつある。そのため、各地域において企業、家計とも節電に向けた取り組みが強化されるとみられ、これが省エネ設備や家電など関連需要を押し上げる面がある一方で、マインド悪化や生産活動の制約につながる可能性もあることに留意が必要である。

さらに、福島第一原発の放射能漏れ事故による影響は、長期化が避けられない状況となっている。民間調査会社の推計によると、福島第一原発から 30 キロ圏内にあり事業停止に追い込まれている企業は 2,207 社に上っている。また、福島県の内外において風評被害を含め漁業や農業、観光業などを中心に悪影響が広がっている様子が各種報道により伝えられている。さらに、海外においては、多くの国で日本産の農産物や海産物に対する輸入規制を強化しており、一部の国では工業製品に対しても輸入の際に放射能汚染の有無の確認を義務付けるなど、これまで長い時間をかけて築き上げた「日本ブランド」の地位を大きく低下させかねない事態となりつつある。

東京電力は、4月17日に作成した「福島第一原子力発電所・事故の収束に向けた道筋」(通称、「原発収束工程表」)において、原子炉の冷温停止時期を6~9ヶ月程度以内、すなわち遅くとも来年1月をメドとしているが、1号機のメルトダウン状態が確認されるまでに2ヶ月もかかったことを例に挙げるまでもなく、原子炉がコントロール不能である上に現状把握すら不十分な状況で作成された計画に、どの程度の実現可能性があるのか疑問である。

かつて日本が経験したことのない今回の大規模な原発事故は、放射能汚染による直接的な経済活動の停止に加え、不安心理や日本への信認低下という形で間接的に、しかも長期に渡り日本経済へ負の影響を与え続けることとなる。

サプライチェーン復旧時期は早まる可能性

震災により生産が最も落ち込んだ自動車産業において、途絶したサプライチェーンが復旧し生産水準が正常化する時期は、最悪の場合、年末近くになると見込まれている。自動車生産のボトルネックとなっている部品のうち、東北地方で生産される半導体について、メーカーが完全復旧時期を10月頃としていることが主因とみられる。こうした状況の中で、大手自動車メーカー各社が示した生産正常化の時期は、部品調達の東北依存度や代替品の調達可能性などによって状況が異なるが、10月頃から年内となっている。

しかし一方で、部品調達の正常化が進んだことを受けて、6月時点の生産水準見通しを通常の7割程度まで引き上げたメーカーもあり、総じて生産の回復ペースは震災直後に想定されていたよりも速まっている模様である。各社とも正常化の時期については慎重な見通しを維持しているものの、こうした状況を踏まえれば、自動車業界の生産水準が正常化する時期が前倒しされる可能性は十分にある。

また、その他の業界においては、夏場の電力供給制約が大幅に緩和される見通しとなったことから、7~9月期には概ね通常ベースの生産能力を回復するとみて良いだろう。

一次補正予算は成立も二次補正は難航の見通し

5月2日、2011年度第一次補正予算が成立し、東日本大震災関係費として総額約4兆円の事業予算が追加された。内訳は、仮設住宅建設に充当される3,626億円を含む「災害救助等関係費」として4,829

億円、がれき処理などの「災害廃棄物処理事業」に 3,519 億円、インフラ復旧や被災者用住宅整備などほぼ全てが公的固定資産形成（公共投資）に該当する「災害対応公共事業関係費」に 1 兆 2,019 億円、被災した学校などの公共施設復旧で大部分が公共投資に該当する「施設費災害復旧費等」に 4,160 億円、震災の影響を受けた企業などへの金融支援のための「災害関連融資関係経費」に 6,407 億円などとなっている。

2011年度一次補正予算の概要			
事業費		財源	
東日本大震災関係経費	4兆153億円	税外収入	3,051億円
(1) 災害救助等関係費	4,829億円	規定経費の減額	3兆7,102億円
(2) 災害廃棄物処理事業費	3,519億円	子ども手当の減額	2,083億円
(3) 災害対応公共事業関係費	1兆2,019億円	高速道路無料化の一部凍結	1,000億円
(4) 施設費災害復旧費等	4,160億円	基礎年金の国庫負担減額	2兆4,897億円
(5) 災害関連融資関係経費	6,407億円	予備費の減額	8,100億円
(6) 地方交付税交付金	1,200億円	その他経費の減額	1,022億円
(7) その他	8,018億円		

(出所)財務省資料から当社にて作成

したがって、一次補正予算によって 2 兆円近い⁵公共投資が追加されることになる。この規模は、2010 年度の公共投資 19.3 兆円の約 10%、名目GDPの約 0.4%に相当する。大規模かつ広範囲に渡る被害のため、資材調達や運搬、工事車両の手配など障害が多数あるものの、災害復旧という事業の性格上、優先的に進められ、事業の大部分が年度内に消化されると考えて良いだろう。さらに、地方自治体でも、国の補正予算に伴う事業のほか、独自の事業も追加されるとみられるため、現段階で決まっている政府の震災復旧対策だけでも、2011 年度の成長率を 0.4%以上押し上げるとみられる。

ただし、一次補正予算は、あくまでも交通インフラやライフラインの正常化など最低限の経済活動を確保するまでの「復旧」対策である。震災前の経済活動を取り戻すための「復興」対策については、二次以降の補正予算により具体化されることになる。ところが、復興事業の規模は一次補正予算を遥かに上回る 10 兆円超となる見込みであり、その具体化には財源問題が大きなネックとなっている。

一次補正予算の財源は、約 3.7 兆円を「規定経費の減額」で賄っているが、そのうち約 2.5 兆円は基礎年金の国庫負担割合 50%への引き上げを見送ることで捻出⁶、予備費から 8,100 億円を充当しているため、本来の意味での「規定経費の減額」はわずか 4,000 億円程度にとどまっている。財源の過半を占めた基礎年金の国庫負担割合減額は、将来の年金支払いのための積立額が減少することを意味するため、表面上は国債の増発を回避し債務の増加を抑制した形になっているが、単なる負担の先送りであることは言うまでもない。

このように、一次補正予算において既に「隠れ借金」に財源の大部分を依存する状況にあるため、より歳出規模の大きい二次補正予算において財源問題が難航することは必至である。二次補正予算の財

⁵ 「災害救助等関係費」のうち仮設住宅建設分 3,626 億円、「災害対応公共事業関係費」1 兆 2,019 億円、「施設費災害復旧費等」4,160 億円の合計 1 兆 9,805 億円。

⁶ 正確には、基礎年金の国庫負担分を 50%に引き上げるために必要な 2.5 兆円の財源である独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構の利益剰余金など（いわゆる「埋蔵金」）を復旧事業に充てることとし、基礎年金の国庫負担引き上げを見送った。

源については、国債整理基金特別会計の剰余金⁷の流用など一次補正予算と同様に負担先送りに過ぎない案が候補に挙がっているが、政府の債務がその持続可能性を疑問視されるほどに積み上がっている現状に鑑みれば、こうした小手先の対応は常識的ではない。本来は優先順位の低い予算の執行停止や不急の予算先送りなど、大胆な歳出削減を行った上で、増税など国民負担の増加について議論を進める必要がある。いずれにしても、二次補正予算の財源問題を巡る議論には時間を要するとみられ、予算が成立し復興事業が本格化する時期は、早くても 2011 年 10～12 月期中になると予想される。

足元は下振れながら復調前倒しで成長率予想は据え置き

以上を整理すると、足元の 2011 年 1～3 月期は在庫投資や個人消費の大幅減少により予想以上のマイナス成長となった（下方修正要因）一方で、設備投資の早い立ち上がりや電力需給懸念の後退、サプライチェーン途絶の早期解消などにより、その後の成長テンポはこれまでの想定よりも速まりそうである（上方修正要因）。そのため当社は、日本経済の成長率見通しを 4 月 14 日時点の 2011 年度 0.6%、2012 年度 2.4% から、2011 年度 0.6%（据え置き）、2012 年度 2.5%（0.1%Pt 上方修正）に改訂する（右表）。

暦年ベースでは、2011 年 0.2%（前回 0.3%）、2012 年 2.7%（前回 2.4%）となる。2011 年 1～3 月期の予想以上のマイナス成長が 2011 年の下方修正要因であり、2012 年はその反動などから成長率を上方修正した。

四半期毎の見通しについては、2011 年 4～6 月期は前期比 0.5%（年率 1.9%）とマイナス成長が続くと予想している。2011 年 1～3 月期における震災の影響は、震災発生が 3 月 11 日であったことから 20 日程度の限られた期間にとどまるが、4～6 月期においては、その後の持ち直しはあるにせよ全期間において影響を受けるためである。この結果、実質 GDP 成長率は、2010 年 10～12 月期から 3 四半期連続で前期比マイナス成長を記録することになり、金融危機後の景気回復局面は一旦終了することになる。

しかし、2011 年 7～9 月期には、設備投資の回復や輸出の持ち直しに加え、2011 年度一次補正予算を受けた公共投資の大幅な拡大が持続するため、成長率は前期比 1.7%（年率 6.8%）と 4 四半期のプラスに転じよう。さらに、10～12 月期も実質 GDP は個人消費の回復を主因に前期比 1.3%（年率 5.3%）の高い成長が続き、前年比でもプラスに転じるなど、景気の復調が明確となろう。そして、生産水準が通常の状態に復した後の 2012 年 1～3 月期には、実質 GDP 成長率は前期比 0.3%（年率 1.3%）と潜在成長率程度のペースに落ち着くと予想する。

主な需要動向については、以下の通りである。

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	2.3	0.6	2.5
国内需要	2.7	1.5	2.2	1.8
民間需要	5.0	1.9	1.6	2.7
個人消費	0.0	0.8	0.7	2.1
住宅投資	18.2	0.2	8.1	5.3
設備投資	13.6	4.5	6.8	4.1
在庫投資(寄与度)	(1.1)	(0.4)	(0.4)	(0.0)
政府消費	3.5	2.3	3.4	1.1
公共投資	14.2	10.0	7.3	0.9
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.3)	(1.3)	(0.8)
輸出	9.6	17.0	2.0	10.5
輸入	11.0	10.9	9.4	7.0

(出所)内閣府、予想は当社による

⁷ 国債整理基金特別会計は、国債の償還財源を管理するための会計であり、その積立金は国債の償還に充てられるべきものである。したがって、同会計の積立金を取り崩して国債発行額を抑制しても国債残高には中立であり、見かけ上の債務負担軽減策に過ぎない。

個人消費：回復は2011年10～12月期以降

個人消費は、計画停電の終了に加え、過度な自粛の悪影響が指摘されたこともあり、2011年4月後半には消費マインドが持ち直し、一旦は底入れしたとみられる。しかしながら、震災による落ち込みを完全に織り込むことになる4～6月期は、買いための反動もあって引き続き大幅な減少が避けられないであろう。さらに、7～9月期についても、全国的に電力消費の抑制が見込まれるため、関連製品需要の拡大は見込まれるものの、外食やレジャーなどサービス関連分野を中心に消費活動が抑制される影響の方が大きいとみられ、全体としては減少が続こう。

ただし、10～12月期には、こうした押し下げ要因の影響が解消することに加え、生産の正常化により自動車販売が持ち直すこと、被災地における耐久消費財の復興需要が出始めると見込まれることから、個人消費は急速に回復に向かうと予想する。

設備投資：2011年4～6月期には増勢を取り戻す

前述の通り、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2011年1～3月期に前期比3.5%の増加を記録、4～6月期は10.0%の大幅増加が見込まれている。機械受注の設備投資に対する先行性は1四半期程度であり、設備投資は毀損した設備の修復に伴う需要が牽引する形で4～6月期には前期比でプラスに転じ、7～9月期には増勢が加速すると予想する。

2011年10～12月期以降の設備投資は、生産力の回復に伴う増勢が一服する一方で、被災地における建物や機械設備の復興需要が見込まれることに加え、内外景気の拡大持続も見込まれることから、大幅な増加は期待できないものの、増勢は維持すると予想する。

輸出入：輸出は2011年7～9月期に回復へ

2011年1～3月期の輸出は前期比0.7%と小幅な増加にとどまったが、3月の輸出数量指数は震災により大幅に落ち込んだため1～3月平均の水準を6%近く下回っている。しかも、震災の影響を完全に織り込んでいる4月の輸出は、3月の水準をさらに8%程度下回っている可能性が高い。このため、4～6月期の輸出は、前期比で大幅な落ち込みとなることが確実である。

ただし、3月以降の輸出の落ち込みは、あくまでも日本における生産能力低下に起因するものである。当社では、今後の米国経済について、雇用の持続的な拡大を背景とする個人消費の回復を牽引役として安定的な拡大が続くと予想しており、中国などのアジア新興国についても、インフレ圧力を抑制するため政策的に成長テンポの低下が図られるものの堅調な景気拡大が続くと予想しており⁸、海外需要は輸出の拡大を支援し続けるであろう。

したがって、生産能力が自動車以外の産業で概ね正常化する

世界経済の予想(暦年)

	実績			予想	
	2008	2009	2010	2011	2012
世界	2.9	0.5	5.0	4.1	4.3
米国	0.0	2.6	2.9	2.8	2.9
ユーロ圏	0.4	4.1	1.7	1.3	1.3
日本	1.2	6.3	4.0	0.2	2.7
(年度)	(4.1)	(2.4)	(2.3)	(0.6)	(2.5)
中国	9.6	9.2	10.3	9.0	8.3

(資料) 各国政府、IMF

⁸ 米国経済の見通しの詳細については5月17日付け「米国経済情報 2011年5月号」、中国経済の見通しの詳細については、4月6日付け「中国経済情報 2011年4月号」参照。

とみられる 2011 年 7～9 月期には、輸出は大幅に持ち直し、その後も海外景気の拡大や自動車産業の生産水準回復に伴い、増勢を維持すると予想する。

一方の輸入は、当面は国内生産力の低下を補うための代替輸入の拡大に加え、原発事故を受けた火力発電所の稼働率の上昇や民間原油備蓄引き下げの終了に伴い原油や天然ガス、石炭の輸入増が見込まれる。そのため、2011 年 4～6 月期の輸入は前期比で輸出を上回る増加となり、純輸出の成長率に対する寄与度はマイナスになると予想する。7～9 月期以降も国内需要の持ち直しに伴って輸入の増加が続くものの、輸出の回復により純輸出の寄与度はプラスとなろう。

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、伊藤忠経済研究所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。