

# 日本経済情報 2011年7月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 景気の現状

(1) 生産動向: サプライチェーン復旧により急回復

(2) 個人消費: マインド改善と省エネ需要で急回復

(3) 輸出入: 輸出は急回復するも4~6月期の純輸出はマイナス寄与

(4) 設備投資: 震災で一時停止するも緩やかな拡大企業は維持

(5) 公共投資: 1次補正予算により4~6月期に下げ止まり

#### 2. 今後の日本経済における注目点

(1) 第3次補正予算の本格執行は来年入り後

(2) 海外経済は減速、為替相場は円高圧力が高まる

(3) 来年にかけて方向感の掴みにくい状況へ

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

### 【景気の現状】

サプライチェーンが予想以上の速さで復旧したことから生産は5月以降回復テンポが加速、経済活動は急速に正常化している。

個人消費は、6月に百貨店、スーパー、コンビニの売上高が揃って前年を上回るなど、急回復している。震災で大きく悪化した消費マインドが正常化したことに加え、電力不足懸念を背景に省エネ関連需要が拡大したことなどが追い風となった。

輸出も生産活動の正常化に伴って自動車を中心に急回復している。一方で、輸入も国内の供給不足を補うための代替需要増により拡大が続いたため、貿易収支は赤字に転じており、4~6月期の純輸出は実質GDP成長率にマイナス寄与となった模様である。

設備投資は、先行指標である機械受注が4月に前月比で減少したが、5月には再び増加に転じている。日銀短観の設備投資計画も増加を示唆していることから、緩やかな拡大基調が続いていると判断できる。

公共投資は、5月に成立した今年度第1次補正予算により2兆円程度の公共事業が追加されたことから4~6月期には下げ止まり、7~9月期には明確な増加に転じるとみられる。

### 【今後の日本経済における注目点】

上記の通り、日本経済は予想を上回るペースで回復に向かっているが、3月から4月にかけての落ち込みが大きかったことから、4~6月期の実質GDP成長率は前期比でマイナスが続いた可能性が高い。プラス成長に転じるのは7~9月期となろう。

今後の景気の行方を考える上で重要なポイントの一つである復興需要は、その鍵を握る第3次補正予算の成立時期に左右される。しかしながら、その財源などを巡る議論は難航が予想され、政府・与党が目指す9月中の決着は予断を許さない状況にある。予算が成立し本格的な復興事業が動き出す時期は来年入り後とみておくべきであろう。

また、輸出の先行きを左右する海外景気は、インフレ率の高まりを受けたアジア新興国の成長鈍化などもあって減速方向にある。加えて、円高の進行も懸念材料として浮上してきている。秋以降の日本経済は、方向感の掴みにくい状況になると予想される。

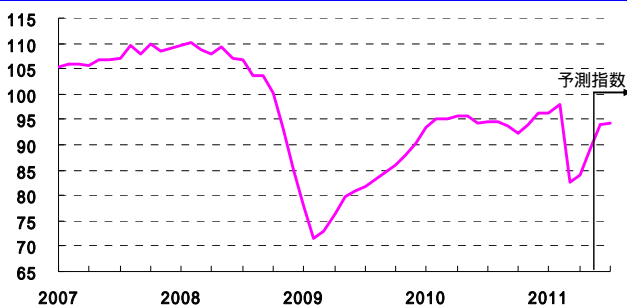
1. 景気の現状

(1) 生産動向：サプライチェーン復旧により急回復

鉱工業生産は、4月の前月比1.6%から5月は6.2%へ伸びが拡大しており、回復テンポは加速している。また、5月の伸びは統計開始以来、最大であり、企業の生産活動が相当に速いテンポで回復している様子が示された。予測指数は6月も前月比5.3%と高い伸びが続き、7月も0.5%の拡大を見込んでいるため、これが実現すれば7月の水準は2月の96.4%まで回復することになる。こうした生産動向から判断すると、震災の影響により大きく落ち込んだ経済活動は、5月から6月にかけて急速に正常化が進んだと言える。

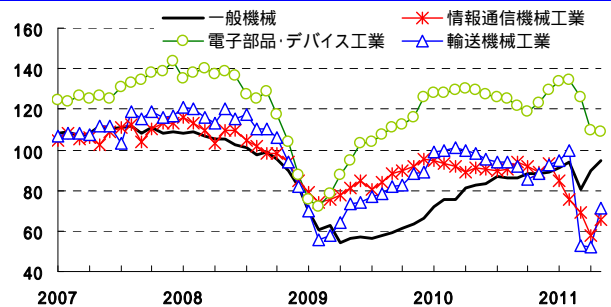
なお、6月の生産が予測指数通りになると仮定すると、4~6月期の生産は、3月の落ち込みが大きかったことから前期比▲3.6%となり、1~3月期の▲2.0%よりもマイナス幅が拡大することになる。また、以下に詳述する主な需要の動きから判断しても、8月15日に発表予定の4~6月期実質GDP成長率は、前期比で3四半期連続となるマイナスとなる可能性が高いと考えられる<sup>1</sup>。

鉱工業生産の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所) 経済産業省

業種別生産の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所) 経済産業省

生産動向を業種別に見ると、3月に前月比▲46.7%と最大の落ち込みを記録した輸送機械工業は、4月も▲1.9%と低下が続いたが、5月には36.6%の大幅上昇となった。また、5月の予測指数に対する実現率は18.9%という高い水準となっており、当初の見込みを大きく上回るペースで生産水準が回復したことが確認された。震災後、自動車業界ではサプライチェーンの途絶により生産水準が大幅に落ち込んだが、5月以降の急回復は、サプライチェーンが予想以上の速さで復旧していることを表していると言えよう。

そのほかの業種は、震災以外の影響により、生産動向に大きな違いが見られる。情報通信機械工業は、震災よりもエコポイント制度の縮小・終了の影響が大きく、年初来大幅な落ち込みが続いており、4月も前月比▲16.7%となったが、5月に13.5%とようやく反転した。エコポイント制度の終了に伴い対象製品の価格が大幅に下落したことに加え、7月の地デジ移行を直前に控え、デジタルテレビの需要が再び盛り上がったことが主因とみられる。東北地方において比較的集積度の高い電子部品・デバイス工業についても、むしろ内外における在庫調整の動きの影響が強く出たため、3月の前月比▲6.6%から4月は▲12.6%へマイナス幅が拡大し、5月も▲0.6%と軟調に推移している。一方で、一般機械工業は、3月こそ前月比▲14.5%と大幅に落ち込んだものの、国内外における設備投資の持ち

<sup>1</sup> 4~6月期の実質GDP成長率見通しについては、6月分の生産統計発表(7月29日)などを受けて作成の予定。

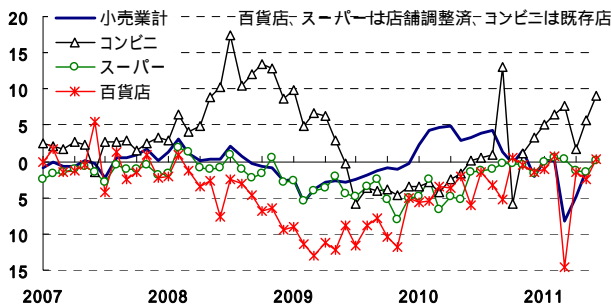
直しを反映して4月の前月比12.0%に続き5月も5.6%と順調に拡大、5月の水準は直近ピークの2月を1%あまり上回る好調さを見せている。

(2) 個人消費：マインド改善と省エネ需要で急回復

需要サイドでは、個人消費の回復が顕著である。6月の百貨店売上(既存店ベース)は前年同月比0.3%増となり、4ヶ月ぶりに前年を上回った。電力供給不足が懸念される中で節電意識が高まったことに加え、例年より梅雨明けが早く気温が急上昇したため、クービス関連商品のほか涼感寝具などの暑さ対策商品の売れ行きが好調であった。また、高額商品の一部が好調に推移するなど消費マインドの改善を示唆する動きも見られた。地域別には、3月に前年同月比▲61.1%と大幅落ち込みを見せた仙台が6月は14.1%へ急回復、仙台を除いた東北地方全体でも3月の▲33.3%から4月以降は増加に転じており(6月は4.8%)、被災地の消費活動も徐々に持ち直している模様である。

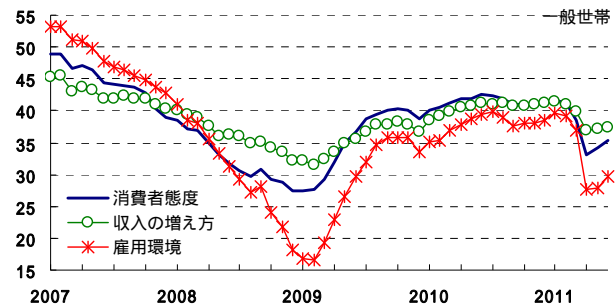
6月のスーパー売上高(店舗調整済)も前年同月比0.1%となり、買いだめ需要で好調であった3月(0.3%)以来、3ヶ月ぶりのプラスに転じた。LED照明や扇風機などの家電製品が前年同月比17.9%の大幅増加となり、全体を牽引した。6月のコンビニ売上高(既存店)も好調であった。3月に買いだめの動きから前年同月比7.7%まで伸びが拡大した後、4月は反動で1.6%まで鈍化したが、5月5.7%、6月9.0%と再び増勢が強まっている。一部報道では気温の上昇によりアイスクリームや飲料の販売好調が伝えられているが、これらを含む加工食品は6月も前年比0.1%の微増にとどまっており、おにぎりや弁当などの日配食品が5.5%と堅調に拡大したことに加え、非食品が28.6%の大幅増を記録したことが全体の売上を押し上げた。なお、非食品の販売増は、たばこの供給回復や自販機の取り扱いを見合わせている銘柄のまとめ買いが主因であるが、東北地方における消費活動の正常化や復興作業従事者による日用品の販売増も寄与していると思われる<sup>2</sup>。

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

個人消費の回復には、消費マインドの改善も貢献している。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、2月の41.2から4月には33.1まで低下したが、5月34.2、6月35.3と徐々に持ち直している。先行きに対する懸念の後退を反映して「暮らし向き」に対する意識が4月の34.8から6月は37.5へ改善したほか、エコポイント制度終了後の価格下落を受けて「耐久消費財の買い時判断」が4月の32.9から6月は36.8へ改善したことが指数全体を押し上げた。

一方で、「雇用環境」は4月の27.6から6月は29.6まで改善したが依然として水準は低く、「収入の

<sup>2</sup> 東北地方のコンビニ売上高は、3月の前年同月比▲17.2%から4月▲4.5%、5月10.9%と全体を上回るテンポで急回復している(6月は本稿執筆時点で未公表)。

増え方」は4月の37.0から6月でも37.4への小幅な改善にとどまっており、個人消費回復の原動力となるべき雇用・所得環境は、改善を実感できる状況にないようである。

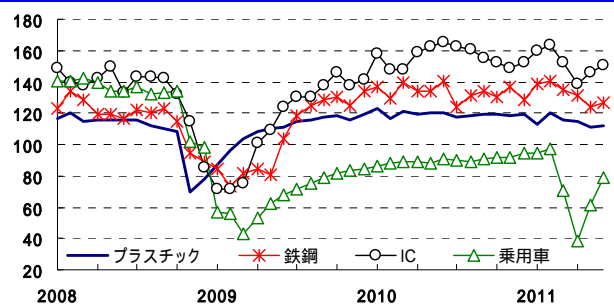
雇用情勢を経済統計（総務省「労働力調査」）から確認すると、失業率こそ2、3月の4.6%から4月に4.7%へ一旦上昇した後、5月は4.5%に低下しており、改善しているように見える。しかしながら、ここに示した数字を含め、震災後に公表された労働力調査には、相対的に状況が悪いと考えられる被災3県（岩手、宮城、福島）が含まれていない。さらに、被災3県を除いた現行統計においても就業者数は3月に前月比▲46万人と大きく落ち込んだ後、4月▲14万人、5月▲10万人と減少が続いていることを踏まえると、雇用情勢が改善しているとは言い難い状況である。賃金にも明確な改善は見られない。給与所得者の平均賃金は5月に前年同月比1.0%と3ヶ月ぶりの増加に転じたが、主因は各種手当などの特別給与が大幅に増加したことであり、所定内給与（基本給）は▲0.5%、所定外給与（残業代）も▲2.1%と落ち込みが続いている。

このように、足元で見られる個人消費の回復は、大部分が省エネ特需と震災により一時的に大きく悪化した消費マインドの正常化に伴うものに過ぎない。個人消費が本格的に回復するためには、雇用・所得環境の改善を待つ必要がある。また、上記の通り5月以降、急速に回復した個人消費であるが、4～6月期で見ると3月から4月にかけての大幅な落ち込みを挽回できず、前期比で減少となった可能性が高い。

**（3）輸出入：輸出は急回復するも4～6月期の純輸出はマイナス寄与**

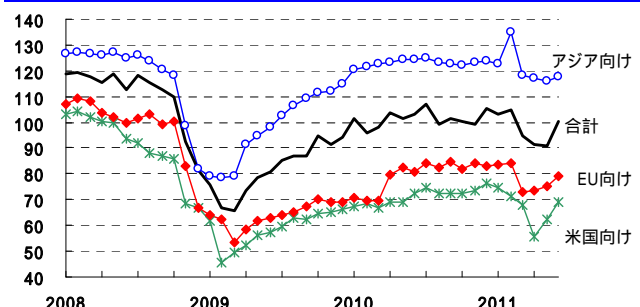
サプライチェーン復旧に伴う生産の正常化により、輸出も急回復している。6月の輸出数量指数は前年同月比▲2.6%と5月の▲10.8%からマイナス幅が大幅に縮小した。当社試算の季節調整値では、震災の影響で3月▲9.5%、4月▲3.6%と落ち込みが続いた後、5月に▲0.2%と概ね下げ止まり、6月に前月比10.2%と急回復を見せた。また、6月の水準は震災前の2月に比べ4%下回る程度にまで回復している。

**財別輸出数量の推移(季節調整値、2005年=100)**



(出所)財務省

**輸出数量指数の推移(季節調整値、2005年=100)**



(出所)財務省

主な品目の動向を見ると、3月に台数ベースで前月比▲28.1%、4月に▲44.9%と大きく落ち込んだ乗用車が5月に58.3%の大幅増加に転じ、6月も28.1%と急回復が続いている。ただし、6月の水準は36.4万台（当社試算の季節調整値）にとどまり、2月の45.3万台を約2割下回っている。また、海外におけるIT関連財の在庫調整に伴って、IC（集積回路）も2月の539万個から4月には458万個まで落ち込んだが、5月以降は増加に転じ、6月には496万個（2月比▲8%）まで持ち直している。そのほか、中国における在庫調整の影響などから減少傾向にあった素材関連では、プラスチックが6月

に前月比 1.2%、鉄鋼も 2.7%と、それぞれ 3 ヶ月ぶりのプラスに転じた。

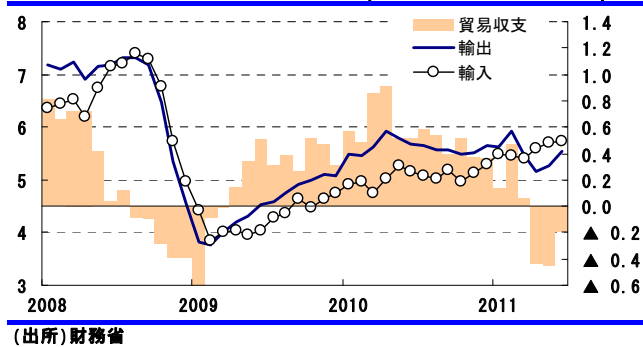
仕向け地別には、自動車輸出の割合の大きい米国向けが 4 月に前月比▲18.1%と大きく落ち込んだ後、5 月は前月比 11.7%の大幅増に転じ、6 月も 10.8%と順調な回復が続いた。一方で、アジア向けは、2 月に前月比 10.1%と急増した反動に震災の影響が加わり、3 月は▲12.5%の大幅な落ち込みとなった。その後も、4 月▲0.8%、5 月▲0.9%と減少が続き、6 月によりやく 1.4%とプラスに転じている。素材関連の動向で見られた通り、中国における在庫調整の影響が出たものとみられる<sup>3</sup>。

なお、輸出数量指数は、6 月に急回復したとはいえ、3 月から 4 月にかけての落ち込みが大きかったことから、4~6 月期では前期比▲6.6%の大幅減少となった。ただし、6 月の水準は 4~6 月平均を 6.5%も上回っていることから、7~9 月期は大幅増に転じる可能性が高いと考えられる。

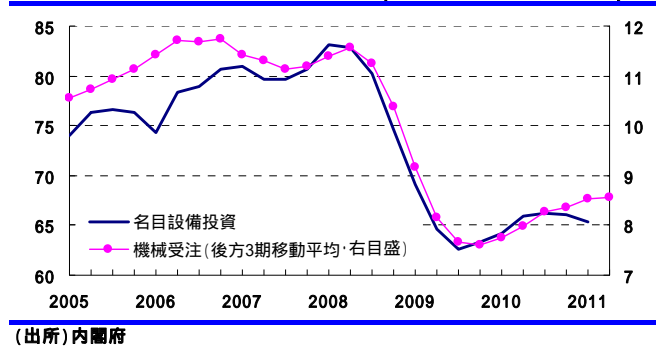
一方の輸入は、国内の供給力不足を補うための代替輸入の増加により、数量指数で 3 月は前月比▲0.2%と概ね横ばい、4 月は▲1.4%と落ち込んだものの、5 月に前月比 1.8%、6 月も 1.6%と持ち直している。このため、4~6 月期の輸入数量指数は、前期比▲0.9%と小幅な減少にとどまった。こうした輸出入の動向を踏まえると、4~6 月期の純輸出（輸出－輸入）は、実質 GDP 成長率を大きく押し下げる要因になるとみられる。

金額ベースでも輸出は 3 月に前月比▲8.2%、4 月も▲5.4%と大幅な落ち込みが続いた一方で、輸入は 3 月こそ前月比▲1.2%と落ち込んだものの 4 月以降は増加が続いている。そのため、2 月には 4,733 億円の大幅な黒字であった貿易収支（季節調整値）は、3 月に 518 億円まで黒字幅が縮小し、4 月には▲4,329 億円と大幅な赤字に転じた。さらに 5 月には▲4,500 億円まで赤字幅が拡大、6 月は▲1,912 億円へ縮小したが依然として赤字が続いている<sup>4</sup>。

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、兆円)



機械受注と設備投資の推移(季節調整値、兆円)



(4) 設備投資：震災で一時停止するも緩やかな拡大企業は維持

設備投資は、持ち直し傾向にあった先行指標の機械受注（船舶・電力を除く総合）が、4 月に事前予想に反して前月比▲3.3%と 3 ヶ月ぶりに減少した。内閣府による 4~6 月期の機械受注見通しは前期比 10.0%の大幅増加であったため、被災した生産設備を早期復旧するため発注を急ぐ企業が多いと考えられていたが、一方で震災を受けて設備の発注をキャンセルした企業も多かったようである。5 月の機械受注は、前月比 3.0%と再び増勢を取り戻したものの、4~5 月平均の水準は 1~3 月期を 0.6%

<sup>3</sup> 輸出入動向の詳細は、2011 年 7 月 25 日付け「Economic Monitor 2011 年 4~6 月期の貿易動向分析：大震災が大きく影響」も参照されたい。

<sup>4</sup> 原系列では 707 億円の黒字に転じている。黒字は 3 ヶ月ぶり。

下回っており、4～6月期は横ばい程度にとどまる可能性が高い。

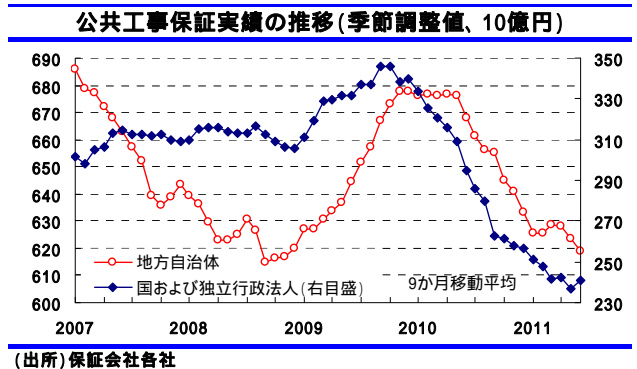
ただし、機械受注は1～3月期に前期比5.6%と比較的高い伸びを記録しており、均してみれば増勢を維持していることに加え、経済活動の正常化に伴い今後は一時的に見送られた設備投資の再開が期待できる。6月調査の日銀短観において、2011年度の設備投資計画（大企業）が修正率0.6%と小幅ながらも上方修正され、前年比4.2%の増加を見込んでいる<sup>5</sup>ことが、それを裏付けている。少なくとも、設備投資は震災後も昨年初来の緩やかな拡大基調を維持しているとの見方は許容されるであろう。

**（5）公共投資：1次補正予算により4～6月期に下げ止まり**

2010年1～3月期以降、前期比で減少が続いている公共投資（公的固定資本形成）は、先行指標である公共工事保証実績から判断すると、ようやく下げ止まりつつある。

5月2日に成立した2011年度第1次補正予算において、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。そのうち、仮設住宅建設（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（4,160億円）など約2兆円が公共投資に結びつくものとみられるものである。これを受けて、国と政府関連機関（独立行政法人等）を合わせた公共工事の発注は、6月に前年同月比3.0%と実に18ヵ月ぶりとなる増加に転じた。

しかしながら、今年度の国の公共投資関連予算（公共事業関係費）は、当初予算の段階で4兆9,743億円と前年度当初予算の5兆7,731億円に比べ13.8%削減されており、昨年度補正後予算6兆3,588億円との比較では21.8%も落ち込むことになる。そのため、年度初である4～6月期の公共投資は大幅に落ち込む可能性が高かった。さらに、公共工事が発注されてから進捗に至るまで、過去の経験則を踏まえると長いものでは3四半期（9ヵ月）、平均で4～5ヵ月程度かかる。これらの要因を考慮すると、上記の通り5月の補正予算で予算が上積みされたとはいえ、4～6月期の公共投資はせいぜい下げ止まりを確認できる程度にとどまり、前期比で明確な増加に転じるのは7～9月期とみるのが妥当であろう。



**2. 今後の日本経済における注目点**

以上で見た通り、震災により大幅に落ち込んだ日本経済は、予想を上回るペースで立ち直りつつある。ただし、3月から4月にかけての落ち込みが大きかったことから、4～6月期の実質GDP成長率は前期比でマイナスが続いた可能性が高く、プラス成長に転じるのは7～9月期となろう。それ以降の日本経済の行方については、復興需要の規模や顕在化の時期を決める重要なポイントである政府の補正予算のほか、輸出動向に影響を与える海外景気や為替相場の動向が重要となる。以下、これらを中心に、日本経済の先行きを展望する上での注目点を整理する。

<sup>5</sup> 日銀短観の詳細については、2011年7月1日付け「Economic Monitor 強めの設備投資計画の背後にある動きが重要（6月日銀短観）」を参照されたい。

(1) 第3次補正予算の本格執行は来年入り後

7月25日に成立した今年度第2次補正予算は、歳出総額が約2兆円（GDPの約0.4%）に上り、規模は小さくはなかったが、うち8,000億円が東日本大震災復旧・復興予備費に、5,455億円が地方交付税交付金（前年度税収上ぶれ分）に充てられており、実際に国の施策に振り向けられる予算は、残る6,500億円程度（GDPの約0.1%）に過ぎない。

さらにその内訳を見ると（下左表）、「被災者生活再建支援金補助金」3,000億円、「原子力損害賠償法等関係費」2,754億円、「二重債務問題対策関係経費」774億円などとなっており、結論から言うと需要に結びつくものは少ない。つまり、「被災者生活再建支援金補助金」は、自宅が全半壊した被災者への支援金制度を運営する地方自治体に国が支払う「補助金」であり、今回の措置は被災者への支援金が増えるわけではなく、国から自治体への支払いが増えるだけである。また、「原子力損害賠償法等関係費」は、「原子力損害の賠償に関する法律」に定めた政府補償契約に基づく東京電力への支払い（1,200億円）が大部分を占め、放射線量の調査や低減のために福島県が設置した基金への資金拠出962億円、放射線量モニタリング強化のための費用235億円などが中心となっている。「二重債務問題対策関係経費」も含めて、第2次補正予算に盛り込まれた施策は、大部分が所得を補填する類のものであり、間接的に復興需要が顕在化する一助となる部分もあるが、総じて見れば需要押し上げ効果は限定的であろう。

2011年度第2次補正予算の概要(億円)

歳出		歳入	
原子力損害賠償法等関係経費	2,754	前年度剰余金受入	19,988
原子力損害賠償法関係経費	2,474		
原子力損害賠償支援機構法(仮称)関係経費	280		
被災者支援関係経費	3,774		
二重債務問題対策関係経費	774		
被災者生活再建支援金補助金	3,000		
東日本大震災復興対策本部運営経費	5		
東日本大震災復旧・復興予備費	8,000		
地方交付税交付金	5,455		
<b>合計</b>	<b>19,988</b>	<b>合計</b>	<b>19,988</b>

(出所)財務省

2010年度決算剰余金の概要(億円、見込みベース)

歳出の増減額(不用額)		歳入の増減額	
国債費	6,920	税収	18,437
労働保険特別会計繰入金	2,300	税外収入	220
各省庁人件費	1,546	返納金	2,717
予備費	1,350	日本銀行納付金	2,841
その他	9,332	公債金(新規国債発行額)	20,000
		建設公債	0
		特例公債(赤字国債)	20,000
<b>小計</b>	<b>21,448</b>	<b>小計</b>	<b>1,341</b>
<b>差し引き</b>	<b>20,106</b>		
<b>合計</b>	<b>1,341</b>	<b>合計</b>	<b>1,341</b>

(出所)財務省

なお、財源は全額、昨年度の決算剰余金が充当された。昨年度の決算状況を見ると、税収は10月の補正予算において2兆2,470億円上方修正されたが、決算時にはさらに1兆8,437億円も上回った(右上表)。さらに、税外収入も220億円上ぶれしたため、赤字国債(特例公債)の発行を2兆円減額し、歳入決算額は予算額を1,341億円下回った。一方、歳出は、想定以下の金利水準が続いたことから国債費が6,920億円も余剰となるなど不用額が計2兆1,448億円にも上ったため、先の歳入減を差し引いても2兆106億円が余剰となり、約2兆円の剰余金が確保できたわけである。

このように、第2次補正予算における復興関連事業は極めて限定的な範囲かつ小規模にとどまった。したがって、本格的な復興対策が予算化されるのは第3次補正予算以降となるが、その概要は7月末までに決定される「復興の基本方針」で明らかにされる予定である。

各種報道によると、「基本方針」では、復興期間10年、事業規模は23兆円程度、特に当初5年間を集中期間とし、その間に19兆円の事業を行うとされているようである。また、具体的な施策について

ては、既に発表されている「基本方針」の骨子に示されており、国による制度面の施策として、復興を迅速に進めるための「復興特区制度」の創設や、自治体にとって復興に必要な各種施策が行い易い自由度の高い交付金の創設が挙げられている。また、復興の具体策は、災害対策から地域再生、雇用対策、中小企業対策、インフラ整備など、復興をキーワードに総花的に盛り込まれているが、財政が著しく悪化している現状を踏まえれば、無駄を省き復興対策の費用対効果を高めるため、今後の議論の中で重要性の高い施策に絞り込まれることが期待される。

いずれにしても、当初5年間に予定される19兆円のうち、既に今年度第1次および第2次補正予算に計約6兆円の復興事業が計上されているため、第3次補正予算では残る13兆円の事業の一部が具体化することとなる。大部分が第3次補正予算に計上されるとの報道もあることを踏まえると、予算化される事業の規模は5~10兆円程度（GDPの1~2%に相当）となるとみて良いだろう。

ただし、第3次補正予算の編成および成立までの道のりは平坦ではない。難航が予想される点として、まず挙げられるのは財源問題である。政府・与党は、臨時増税を主な償還財源とする10.5兆円の復興債発行と、2.4兆円程度の歳出削減などにより今後5年間で必要となる13兆円の財源を確保する方針であるが、臨時増税の対象を所得税と法人税に限定するのか、どの税をどの程度引き上げるのか、既に決定されている法人税の実効減税引き下げとの整合性をどうするのか、復興債の償還財源だけをとっても議論の余地は大きい。さらに、歳出削減に至っては、今年度第1次補正予算においても最終的に大部分が事実上の隠れ借金（基礎年金の国庫負担割合引き上げ見送り）で賄われた通り<sup>6</sup>、現政権の実行力には疑問符が付く<sup>7</sup>。

そして、現政権の行方も第3次補正予算成立に大きな影響を与える要因となる。上記の財源の議論を含め、民主党内では現政権下において補正予算の議論を進めることに抵抗を示す議員が少なからず存在している。震災復興という喫緊の課題を前にして、党内の論理を優先するが故に政策運営が滞ることは、政権を担う政党としての姿勢が問われるところであるが、こうした事実に基づいて判断すると、第3次補正予算が政府・与党の目論む9月中に成立する可能性が高いとは考えにくい。さらに、予算が成立してから執行されるまでのタイムラグを考慮すると、第3次補正予算に盛り込まれる復興事業が実施される時期は来年の初め頃以降となり、大部分の執行は来年度にずれ込むと予想される。

## （2）海外経済は減速、為替相場は円高圧力が高まる

輸出を取り巻く環境も芳しくない。米国の実質GDP成長率は、2010年10~12月期の前期比年率3.1%から2011年1~3月期には1.9%まで減速し、4~6月期も2%程度にとどまる見込みである。雇用や住宅市場の回復が遅れており、成長の原動力である個人消費の拡大テンポが緩慢なことが主因である<sup>8</sup>。欧州経済も回復には程遠い状況である。実質GDP成長率は、2010年10~12月期の前期比年率1.1%から、ユーロ高の修正を背景に輸出が拡大し2011年1~3月期には3.4%へ加速したものの、4~6月期は財政健全化に伴う政府支出の抑制や家計の可処分所得伸び悩みにより、1%程度へ鈍化したとみ

<sup>6</sup> 詳細は2011年5月23日付け「日本経済情報2011年5月号」参照。

<sup>7</sup> 年間4,000億円の歳出削減となる子ども手当での所得制限（民主党案）により、5年間の累積で2兆円の財源捻出という形で決着をつける可能性もあるが、仮にそうなれば、もともと財源が確保されていない子ども手当での削減を財源とする、見せかけの手段であり、実質的には赤字国債の発行により手当をしたことになる。

<sup>8</sup> 詳細は2011年7月20日付け「米国経済情報2011年7月号」参照。



られる<sup>9</sup>。

これまで世界経済を牽引してきた新興国の一部でも、インフレ圧力の高まりを受けて利上げなどにより成長テンポの抑制を迫られている。日本の輸出を考える上で重要なアジア新興国に限って見ると、中国は2011年4～6月期も実質GDP成長率が前年同期比9.5%と高成長が続いており、アセアン主要国の中でも、インドネシアは2011年1～3月期まで前年同期比で6%台の高成長を維持している。しかしながら、両国ともインフレ率が高まっており、複数回に渡って利上げが行われている。また、タイの成長率は2010年の7.8%から2011年1～3月期には前年同期比3%台まで鈍化、マレーシアも2010年の7.4%から2011年1～3月期には4.6%まで鈍化するなど、既に減速が明確となった国もある。

為替市場では、このところ円高が進んでいる。原因はドル安とユーロ安である。米国では、上記の通り景気は緩慢な動きを続けており、現在の緩和的な金融政策が引き締め方向に修正される時期が見通しにくい状況にある。加えて、政府債務の上限引き上げを巡る議論に決着が付かず、大手格付け会社のS&Pやムーディーズが米国債の格付けを引き下げる可能性に言及するなど、米国債すなわちドルに対する信任が揺らいでいる。ユーロについては、国債に対する信用不安がイタリアにまで波及するなど、ギリシャに端を発したソブリン問題に終息のメドは立っておらず、低調な景気動向と相俟ってユーロ相場の不安定材料となっている。

日本円についても、今年1月にS&Pが日本国債をAAからAA-へ格下げし、5月にはムーディーズもAa2(AAと同等)から格下げの可能性を示唆するなど、政府債務を巡る状況が米欧よりも良好というわけではないが、震災の復興需要という見通ししやすい景気押し上げ要因もあり、消去法的に円高圧力が高まりやすい状況となっている。

日本政府および日銀は、円高に対する警戒感を示すなど口先介入により市場を牽制しているが、言わば敵失による円高圧力に対しては効果が限定的であり、市場は実際に円売り介入が行われるまで円の上昇余地を試す可能性が高い。少なくとも米国における債務上限問題が解決するまでは、円高圧力の強い状況が続くとみられる。

### (3) 来年にかけて方向感の掴みにくい状況へ

以上を踏まえると、今後当面は生産や消費マインドの正常化に伴い輸出や個人消費の回復が続き、実質GDP成長率は7～9月期には前期比で4四半期ぶりのプラスに転じるとみられる。

しかしながら、海外景気の拡大テンポが緩慢な状態が続き、円高圧力も残るなど、輸出を取り巻く環境は良好とは言い難いため、国内生産の正常化という一時的な要因が一巡した後は、輸出の拡大テンポは一旦減速するとみられる。復興需要についても、第1次補正予算で盛り込まれた事業が今後順次執行され景気を下支えする見込みであるが、その効果も年末までには一巡し、第3次補正予算が成立し本格的な復興事業が開始されるまで端境期が生じる可能性が高い。このため、夏場以降の日本経済は、方向感の掴みにくい状況になると予想される。電力供給問題が、東京電力管轄以外の地域にまで波及していることも、先行きの不透明感を高める要因となる。

<sup>9</sup> 詳細は、2011年7月26日付け「Economic Monitor ギリシャ追加支援合意もソブリン問題解決への道は依然長い」参照。

ただし、輸出や個人消費の腰折れを懸念するほどの状況でもない。輸出の懸念材料とされる海外景気の減速、特にアジア新興国については、これまでの速過ぎた成長テンポの抑制に過ぎない。金融政策の過度な引き締めによるオーバーキルのリスクは残るものの、基本的に成長率の低下は巡航速度へのペースダウン、つまり、安定成長へ移行する過程だと理解すべきであろう。もちろん、安定成長であっても先進国を大きく上回る成長テンポであることは言うまでもない。米国経済も緩慢ながら拡大を続けよう。そのため、輸出は拡大基調を維持する可能性が高い。

また、所得環境の持ち直しが個人消費の下支え要因として期待される。今夏のボーナスは、経団連の集計で前年同期比 5.25%増加（6月22日第2回集計）、連合の集計でも 1.6%増加しており（7月4日第7回集計）、民間企業のボーナスは総じて昨年より増加したとみられる。さらに、生産動向が示す通り経済活動水準の回復に伴って所定外給与（残業代）の持ち直しも見込まれる。そして、輸出や個人消費の底堅さは、回復基調にある設備投資の持続的な拡大を支援する。こうした内外需の動きが、復興需要が本格化するまでの間、日本経済を支えることとなろう<sup>10</sup>。

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。

<sup>10</sup> 日本経済の成長率見通しについては、8月15日の2011年4～6月期GDP発表を受けて改定する予定。