

浜銀総研 News Release



2011年 5月24日

2011年度・2012年度の景気予測（2011年 5月改訂）

- 2011年度は-0.1%のマイナス成長、2012年度は+2.7%の大幅なプラス成長を見込む -

要 旨

- 2011年 1 ～ 3 月期の実質 G D P は前期比-0.9%と東日本震災の影響で大幅なマイナス成長となった。消費自粛ムードなどにより個人消費は前期に続いて減少し、設備投資も 6 四半期ぶりに減少した。企業の生産活動が急減したため、在庫の取り崩しが進み在庫投資の寄与が大幅なマイナスとなったほか、震災後の輸出も大きく落ち込んだ。一方、復旧作業の実施により政府消費が増勢を強め、公共投資の落ち込み幅も大きく縮小した。
- 震災の景気に対するマイナスの影響をみると、第一に生産の落ち込みがあげられる。製造業で部品の十分な確保が可能になるのは今年の秋ごろと見込まれており、当面、生産が震災前の水準を取り戻すのは難しい。第二に家計のマインドが大きく悪化したことである。消費自粛ムードなどで震災後の個人消費は大幅に落ち込んだが、足元で個人消費は回復基調に転じているとみられる。第三に東日本の電力不足である。夏場の電力不足が懸念されるが、企業や家計の節電努力などにより、景気への影響は限定的となろう。
- 一方、復旧・復興事業は景気の押し上げ要因となろう。震災の直接的な被害額は16～25兆円と試算されており、阪神・淡路大震災を大幅に上回る。このため復興関係費も阪神・淡路を大きく超えることになる。民間部門でも、製造業などでは既に復旧投資が出ている。がれき処理が進むとともに非製造業の復旧投資や住宅投資も拡大してくるだろう。
- 以上から、2011年度のわが国経済をみると、4～6月期には個人消費や輸出の落ち込みなどにより大幅なマイナス成長となろう。7～9月期になると、夏場の電力不足が懸念されるものの、個人消費が回復し、また、生産の持ち直しにより輸出が増加に転じるほか、復興投資の拡大も見込まれるためプラス成長に転じるだろう。年度後半も景気回復が続くものの、震災後の景気の落ち込みが大幅となった影響により、2011年度の実質 G D P 成長率は前年比-0.1%となり、再びマイナス成長に陥ると予測した。
- 2012年度についても、年度前半を中心に復興投資が景気を押し上げるだろう。ただ、設備投資や公共投資の限界的な増加ペースは次第に低下してくると予想される。このため年度後半になると、景気回復のテンポは徐々に鈍化するだろう。もっとも、2011年度から2012年度への成長率のゲタ（発射台）が+1.5%と高いこともあり、実質 G D P は前年比+2.7%と、1996年度以来の大幅なプラスになると予測した。

予測の要約表

(前年比、%)				(参考) 前回 3 月予測	
	2010年度 実績	2011年度 見通し	2012年度 見通し	2011年度 見通し	2012年度 見通し
実質 G D P	2 . 3	▲ 0 . 1	2 . 7	1 . 4	1 . 9
民間需要寄与度	1 . 4	0 . 1	1 . 6	1 . 0	1 . 3
公的需要寄与度	0 . 0	0 . 8	0 . 4	▲ 0 . 1	▲ 0 . 0
海外需要寄与度	0 . 9	▲ 0 . 9	0 . 7	0 . 4	0 . 6
名目 G D P	0 . 4	▲ 0 . 7	2 . 4	0 . 8	1 . 5

(株)浜銀総合研究所 調査部 小泉、土田

お問い合わせは、小泉（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状と予測

(1 ～ 3 月期は震災の影響で大幅なマイナス成長に)

2011年 1 ～ 3 月期の実質 GDP (国内総生産、季調値、1 次速報) は前期比 -0.9% (前期比年率 -3.7%) となり、2 四半期連続のマイナス成長となった (図表 1)。

内訳をみると、内需の実質 GDP 成長率に対する寄与度は前期比 -0.8% ポイントと前期 (同 -0.7% ポイント) に比べてマイナス幅が拡大した。東日本震災後、家計が消費自粛ムードにより不要不急の消費を控えたことなどから個人消費が前期比 -0.6% と前期に続いて減少した。また、震災により企業が投資を見合わせたことが影響し、設備投資も同 -0.9% と 6 四半期ぶりの減少に転じた。さらに、在庫投資の寄与度も前期比 -0.5% ポイントと大幅なマイナス寄与となった。企業の生産が大きく落ち込み、完成品や部品などの供給が不足したためとみられる。一方、住宅投資は前期比 +0.7% と、前期から減速したものの増加基調を維持した。他方、政府部門では、復旧関連作業の実施などにより、政府消費が同 +1.0% と増勢を強めたほか、公共投資も同 -1.3% となり、前期 (同 -6.0%) に比べて減少幅が大きく縮小した。

外需の実質 GDP 成長率に対する寄与度も 2010 年 10 ～ 12 月期の前期比 -0.1% ポイントから同 -0.2% ポイントとなり、マイナス幅が拡大した。輸出は震災後、製品の供給不足により急激に減少したものの、年初に持ち直しの動きがみられたことから、前期比 +0.7% と小幅増加に転じた。また、輸入は同 +2.0% と増加に転じた。

名目 GDP についても、1 ～ 3 月期は前期比 -1.3% と減少幅が拡大した。震災の影響で内需項目が不振となったほか、資源高の影響などで控除項目である輸入が大きく増加した。

なお、2010 年度の実質 GDP は前年比 +2.3%、名目 GDP が同 +0.4% となり、ともに 3 年ぶりの増加に転じた。ただ、デフレーターについては同 -1.9% と 2009 年度 (同 -1.3%) に比べて下落幅が拡大している。国内需要デフレーターの下落幅が縮小したものの、控除項目である輸入デフレーターが原材料価格の高騰などにより上昇に転じたことなどが影響した。

図表 1 実質 GDP 成長率と内外需別の寄与度

	(季節調整済、前期比、%)					(前年比、%)
	2010年 1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期	7 ～ 9 月期	10 ～ 12 月期	2011年 1 ～ 3 月期	
実質 GDP	2.2	0.1	0.9	-0.8	-0.9	2.3
個人消費	0.9	-0.2	0.8	-1.0	-0.6	0.8
住宅投資	1.4	-0.6	1.9	3.2	0.7	-0.2
設備投資	1.4	2.7	1.1	0.1	-0.9	4.5
公共投資	-0.7	-4.5	-2.5	-6.0	-1.3	-10.0
輸 出	6.7	5.2	1.6	-0.8	0.7	17.0
輸 入	2.9	4.1	2.9	-0.3	2.0	10.9
内需寄与度	1.7	-0.2	1.1	-0.7	-0.8	1.4
民間需要	1.8	-0.2	1.1	-0.5	-0.9	1.4
うち在庫	1.0	-0.5	0.5	-0.0	-0.5	0.4
公的需要	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.0
外需寄与度	0.6	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.9
名目 GDP	2.2	-1.0	0.6	-1.1	-1.3	0.4

(シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。)
(内閣府「四半期別 GDP 速報」)

(企業の生産が大きく落ち込む)

このように1～3月期のわが国経済は震災の発生により大幅なマイナス成長となったが、今回の震災は今後のわが国の景気にも大きな影響を及ぼしていくと考えられる。

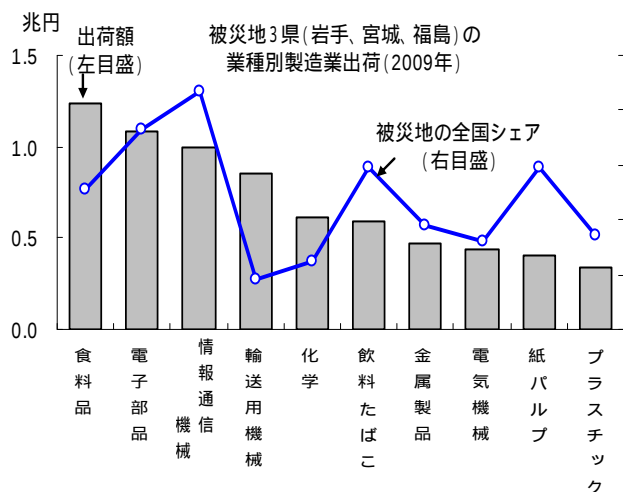
まず、震災が景気に与える主なマイナスの影響をみていくと、第一に、被災地において生産設備の毀損により企業の操業が停止し、それに伴いサプライチェーン（供給網）が分断され、被災地以外の生産も大きく落ち込んだことがあげられる。3月の鉱工業生産指数をみると、前月比-15.5%と過去最大の落ち込みとなった。業種別にみると、サプライチェーンへの被害が大きい輸送機械の生産が同-46.7%と半減したほか、一般機械（同-14.5%）や電気機械（同-10.2%）などほとんどの業種で大幅な減産となっている。震災の被害が特に大きい3県（岩手、宮城、福島）の製造業の業種別出荷額の全国シェアをみると、食料品関連のほか、電子部品などの中間財のシェアが高くなっており（図表2）、こうしたこともサプライチェーン障害の影響を大きくしたものと考えられる（注）。

生産減少の影響を受けて、輸出向け製品の供給が不足したことから3月の実質輸出指数も前月比-8.0%と大きく低下した。財別に実質輸出の動向をみると（当社による試算値）、一般機械（同-3.8%）や電気機器（同-1.2%）などに比べて、企業の減産幅が大きかった輸送用機器（同-17.2%）の落ち込みが大きくなっている。

生産の先行きを示す製造工業生産予測指数をみると、4月が同+3.9%、5月が同+2.7%となっており、生産は4月以降上向き見込みである。ただ、予測指数を鉱工業生産指数にあてはめると、5月の生産水準は震災前（2月）を1割程度下回り、特にサプライチェーンへの被害が大きい輸送機械では震災前の6割程度の水準にとどまる見通しである。経済産業省の緊急調査によると、製造業において原材料、部品・部材などの調達不足が解消する時期（見込み）は、概ね10月頃とみられている模様で（図表3）、サプライチェーン障害が完全に解消するにはしばらく時間がかかると予想される。また、後述するように首都圏を中心とした夏場の電力不足も企業の生産活動の制約となろう。このため、生産が震災前の水準を回復するのは今年秋以降になるとみられる。

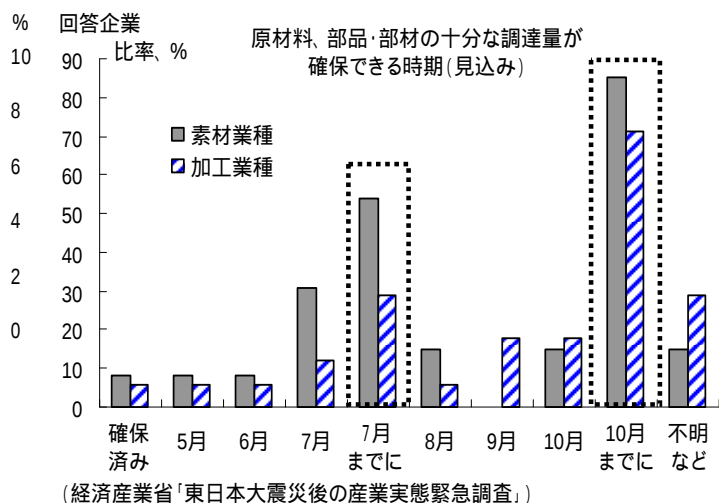
（注）内閣府によれば、被災地からの中間財供給の減少によって他地域の生産が減少し、2011年度前半のGDPが0.25兆円（0.1%）程度下押しされると試算されている。

図表2 被災地は電子部品などが高シェア



（参考）被災地3県の製造業の出荷額合計は9.7兆円（シェア3.6%）。
（経済産業省「平成21年工業統計表（概要版）」より作成）

図表3 部品の十分な確保は秋ごろまでに



（経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査」）

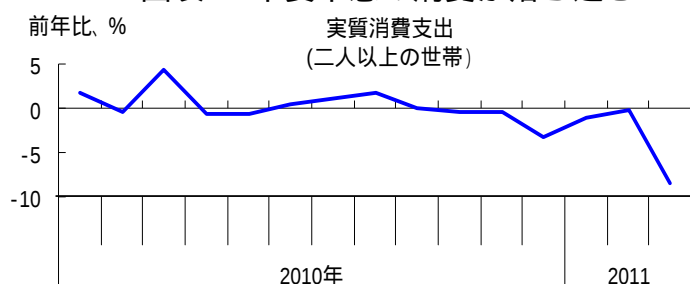
(家計のマインドが大きく悪化)

第二に、家計のマインドが全国的に大きく悪化したことがあげられる。3月の実質消費支出(二人以上の世帯)をみると、前年比-8.5%と前月(同-0.2%)に比べて減少幅が拡大している(図表4)。内訳をみると、教養娯楽サービス(同-22.3%)や洋服(同-20.6%)、自動車等関係費(同-18.2%)などが大幅に落ち込んでいる。家計に消費自粛ムードが広がり、耐久財や娯楽関連などの不要不急の消費を抑える動きがみられたことが影響したと考えられる。

もっとも、足元の動向をみると、震災後過度に強まっていた消費自粛ムードが急速に和らぐなど、家計のマインドには持ち直しの動きがみられる。4月の景気ウォッチャー調査では、先行き判断D I(家計動向関連D I)が大幅に回復しており(図表5)、実際に5月の連休には都内の百貨店などでも多くの人出で賑わった模様である。こうしたことから、震災後大きく落ち込んだ個人消費は足元で急速に持ち直しつつあるとみられる(注)。ただし、依然として個人消費は震災前の水準を取り戻しておらず、また、この先については、企業の減産により所定外給与などの減少が見込まれることなどの影響で個人消費の回復テンポが鈍っていくことが予想される。

(注) 足元で個人消費は急速に持ち直していると思われるが、4～6月期のGDPベースの個人消費については、震災後の落ち込みが急激であったために、1～3月期の水準を下回る公算が大きい。

図表4 不要不急の消費が落ち込む

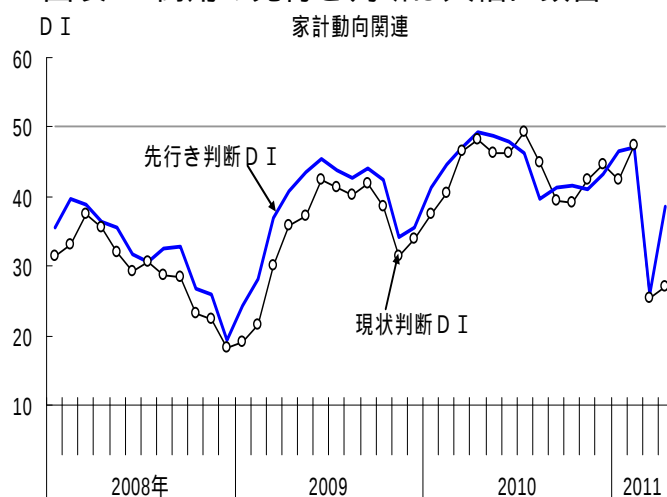


主な増加項目(2011年3月)		主な減少項目(同)	
穀類	+12.2	教養娯楽サービス	-22.3
飲料	+10.9	洋服	-20.6
保健医療サービス	+10.2	自動車等関係費	-18.2
医薬品	+10.1	諸雑費(理美容など)	-15.4
調理食品	+3.7	外食	-15.4

(総務省「家計調査報告」)

(前年比、%)

図表5 街角の先行き判断は大幅に改善



(内閣府「景気ウォッチャー調査」)

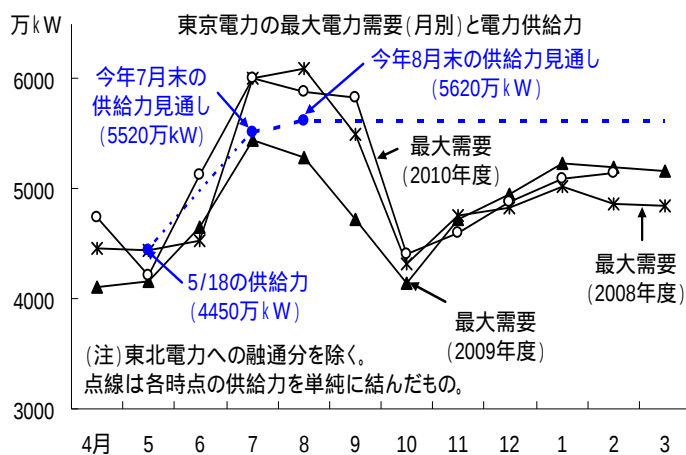
(首都圏、東北地方が電力不足に見舞われる)

第三に、東日本経済が電力不足に見舞われたことがあげられる。震災後には首都圏などで計画停電が実施され、企業の生産活動に支障を与えたほか、小売店や飲食店の営業時間短縮などを通じて個人消費にも大きな影響を及ぼした。その後、停止中の火力発電所の再開などにより電力供給力が高まる一方、気温の上昇とともに電力需要も縮小したことなどから計画停電は原則として不実施の方針とされた。ただ、電力需要が拡大する夏場には再び電力が不足する見込みとなっており(図表6)、政府は東京・東北電力管内において、夏季の電力需要を昨夏に比べて15%抑制するよう呼びかけている。わが国の実質GDPと電力使用量には比較的強い相関関係があり(図表7)、単純に計算すると、東京・東北電力管内で7～9月の電力使用量が15%抑制されると、同期の実質GDPは4%程度下押しされることになる(注)。

ただし、企業は休日のシフトや自家発電の利用、生産の西日本工場への移管などにより夏場の電力不足が生産活動を低下させないような対策を進めている。また、足元の東京電力管内の電力需要動向をみても、企業や家庭の節電努力などにより、日々の最大需要電力のピークは概ね昨年を1割以上下回って推移している。こうしたことも踏まえると、夏場の電力不足は企業活動や家計の生活に様々な制約を与えると予想されるものの、景気を大きく押し下げる要因にはならないと想定した。

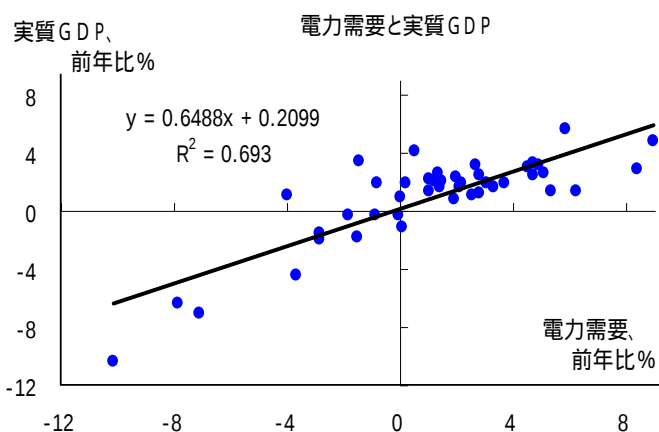
(注) 東京・東北電力の販売電力量が全国に占める割合は約4割となっており、同管内で15%の販売電力量が削減されると、全国で6%電力使用量が減少する計算になる。実質GDPと電力使用量の弾性値(0.65)を用いると、電力使用量の6%減少で、実質GDPは4%程度減少する計算になる。

図表6 夏場の電力供給は依然不足



(資源エネルギー庁「電力調査統計」、電力需給緊急対策本部「夏期の電力需給対策について(2011年5月13日)」より作成)

図表7 GDPは電力使用量と相関が強い



(注) 推計期間は2000年1～3月期から10年10～12月期。
(内閣府「四半期別GDP速報」、資源エネルギー庁「電力調査統計」より浜銀総合研究所作成)

(原発事故の影響も懸念される)

こうしたマイナス要因に加えて、震災によって発生した福島第一原発事故も今後のわが国の景気を下押ししていく可能性がある。同原発や他の原発の稼働停止などにより電力制約は来夏以降にも生じる恐れがある。また、福島第一原発周辺地域の経済活動が停止することによる直接的な景気下押しのほか、放射能汚染に関する風評被害などの影響も懸念される。さらに、原発停止に伴う電力供給不足を火力発電などで代替した場合には電力料金が上昇し、企業収益や家計消費の抑制要因になる公算が大きい。原発事故は現時点で収束の目処が立っておらず、その影響を予測に加味するのは困難であるが、景気の下振れ要因として、その動向に注意していく必要がある。

図表8 原発事故の長期化により想定される主な景気下振れ要因

影響が現れる期間	需要面	供給面
	短期	長期
短期	・原発周辺地域の経済活動停止により需要が減少する(一部は他地域で代替)。 ・近隣地域でも観光客減少などにより経済活動が停滞し需要が減少する。 ・事故に収束の目処が立たないことが、消費マインドを悪化させ、個人消費などを抑制する。 ・海外において日本製製品の風評が悪化し、日本の輸出が減少。外国人観光客の減少も輸出を押し下げる。	・原発周辺地域において、農林水産業(一次産業)、製造業(二次産業)、サービス業(三次産業)などの生産活動が停止する。 ・原発から離れていても、放射性物質の検出により農林水産業の生産活動が困難になる。 ・避難者の労働参加が困難になり、労働力の低下要因に。 ・事故機の電力供給が停止。他地域の原発稼働にも困難が生じ、電力供給が全国的に不足する。
	・火力発電への代替や原発事故の賠償により電力料金が引き上げられ、企業収益や家計の可処分所得を圧迫する。 ・政府が賠償金を支払うことになれば、財政悪化要因に。 ・電力政策の見直しにより、電力コストが上昇する可能性。	

(阪神・淡路大震災を大幅に上回る復興関係費の計上が見込まれる)

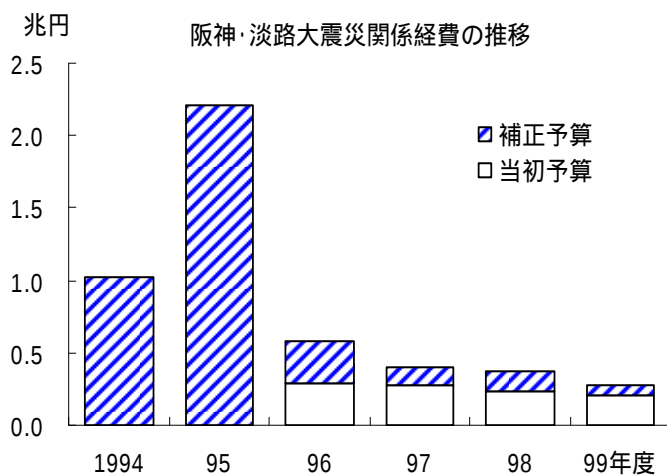
ここまで震災が景気に与えるマイナスの影響をみてきたが、震災からの復旧・復興事業については経済成長率の押し上げ要因になると考えられる。

内閣府の試算によれば、今回の震災による道路や住宅、工場などへの直接的な被害額は16～25兆円と試算されている。1995年に発生した阪神・淡路大震災では直接的な被害額（兵庫県による試算）が9.9兆円とされており、これを大きく上回る見込みである。阪神・淡路大震災後には、震災の発生した年と翌年を中心に国の予算に復興関係費が計上され、総額は5兆円を上回った（図表9）。この被害額と復興関係費の関係を今回の震災に単純に当てはめると、今回の復興関係費は8～13兆円程度と計算される。ただ、今回の震災においては、阪神・淡路大震災に比べて被災地における社会資本ストック額が大きい（注1）ことや、今後の2011年度の追加補正予算が20兆円規模になるとの政府関係者の発言があることなどを踏まえると、国の復興関係費の総額は13兆円以上になる可能性が高い（注2）。なお、阪神・淡路大震災後の兵庫県の実質公共投資の動向をみると、震災の発生した翌四半期、翌々四半期に大きく増加し、その後増加幅が縮小していることがわかる（図表10）。今回の被災地は阪神・淡路大震災に比べて広範に及び、また、がれき処理に時間がかかるとみられることなどから、政府部門の復興投資の増加テンポは阪神・淡路大震災に比べてやや遅れ、2011年度後半を中心に公共投資が拡大すると見込まれる。

（注1）内閣府「日本の社会資本2007」によれば、東日本大震災において被害が大きかった3県（岩手、宮城、福島）の社会資本（道路、港湾などのストック額の合計）は35.5兆円（最新試算値である2003年度の値）、阪神・淡路大震災において被害が大きかった兵庫県の社会資本は15.8兆円（直近試算値である1990年度の値）と試算されており、今回の被災地の社会資本が大きいことがわかる。

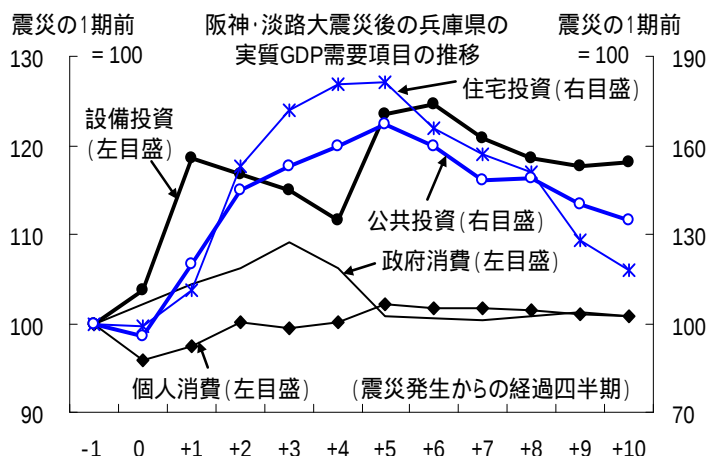
（注2）今回の予測では、5月2日に成立した2011年度第1次補正予算（総額4兆円）に続いて、2011年度第2次補正予算、2012年度予算において、あわせて10兆円の復興関係費が計上されると想定した。

図表9 阪神・淡路後の国の復興関係費



（総理府「阪神・淡路大震災復興誌」より作成）

図表10 阪神・淡路後の兵庫県の復興パス



（注）1995年3月に発生した地下鉄サリン事件や、97年4月より消費税が引き上げられた（3%→5%）ことなども、各需要項目の動向に影響を与えているものとみられる。

（兵庫県「四半期別兵庫県内GDP速報」より作成）

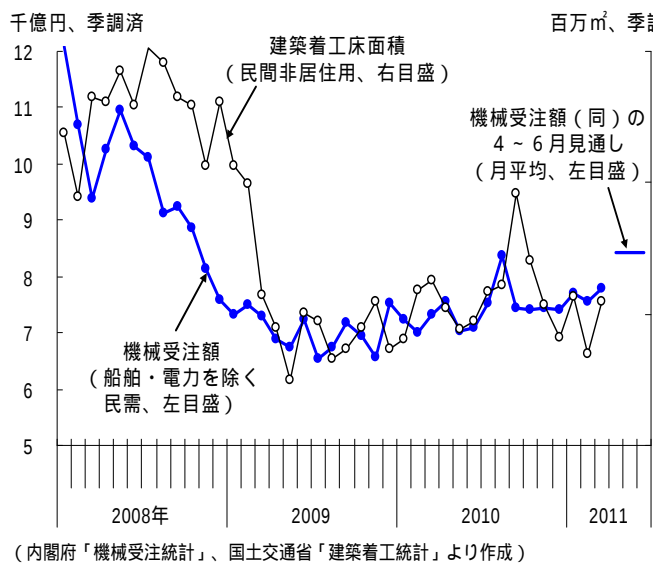
(民間部門でも復興需要が見込まれる)

また、民間部門においても、設備投資や住宅投資などに復興需要が見込まれる。まず、設備投資をみると、3月の機械受注額（船舶・電力を除く民需）が前月比+2.9%と増加しており、4～6月期の見通しも前期比+10.0%と高い伸びとなっている（図表11）。被災地における設備の復旧や、被災地の生産を代替するための被災地以外の生産能力増強などが受注額（見通し）を押し上げたものと考えられる。

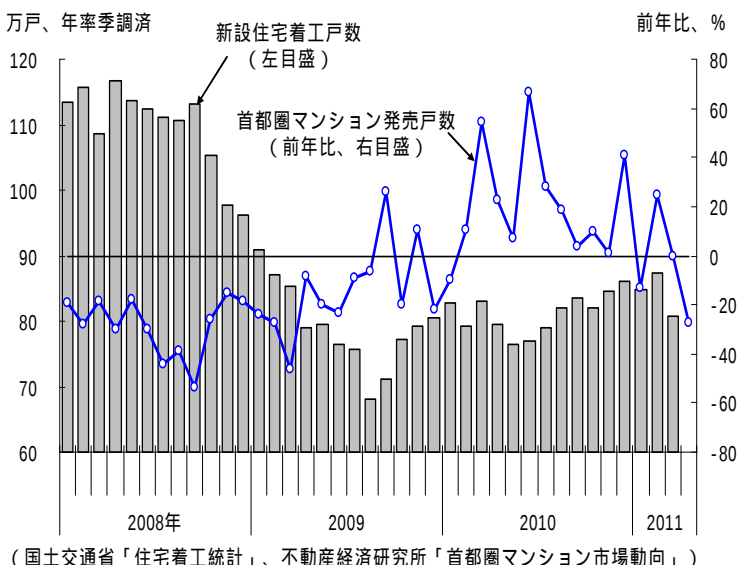
今後の設備投資の動向を展望すると、まず製造業においては震災後、輸出向け製品の供給不足から輸出が落ち込んだことにみられるように、供給能力が不足した状態に陥っている。このため堅調な海外需要を取り込んでいくために、復興投資を急いでいくものと考えられる。また、電力不足に対応するために発電設備への投資も増加しよう。実際に阪神・淡路大震災後の兵庫県の設備投資をみると、震災の発生した期と翌期の設備投資が大きく伸びており、震災後に企業が迅速に設備を復旧した様子がうかがえる（前掲図表10）。一方、非製造業においては、震災による投資マインドの悪化により一時的に設備投資を見送る動きがみられると予想される。ただ、被災地におけるがれきの処理が進むにつれて、商業施設やオフィスビルなど非製造業の復興投資も本格化してくるとみられる。こうしたことも加味すると、復興事業が進む今年度後半には、設備投資の増加基調が強まってくると予想される。

住宅投資についても被災地を中心に復興需要が見込まれるものの、被災地でがれきの処理が進んでいないことなどから住宅建設に着手するには時間がかかるケースが多いと考えられる。足元の住宅部門の動向をみると、3月の住宅着工戸数が前月比-7.5%となり、昨年夏場以降続いてきた回復基調が腰折れしている（図表12）。震災の影響で家計の住宅購入意欲が低下することなどを見込み、住宅デベロッパーが着工をいったん見合わせたことなどが影響したものと考えられる。もっとも、足元で家計の住宅購入意欲には持ち直しの動きがみられており、この先住宅着工は回復基調に転じると予想される。被災地における復興需要がはっきりと現れてくる2012年度には住宅投資の伸びが高まるだろう。

図表11 機械受注額は増加の見通し



図表12 住宅関連指標が足元で弱含む



(2011年度は7～9月期以降プラス成長に)

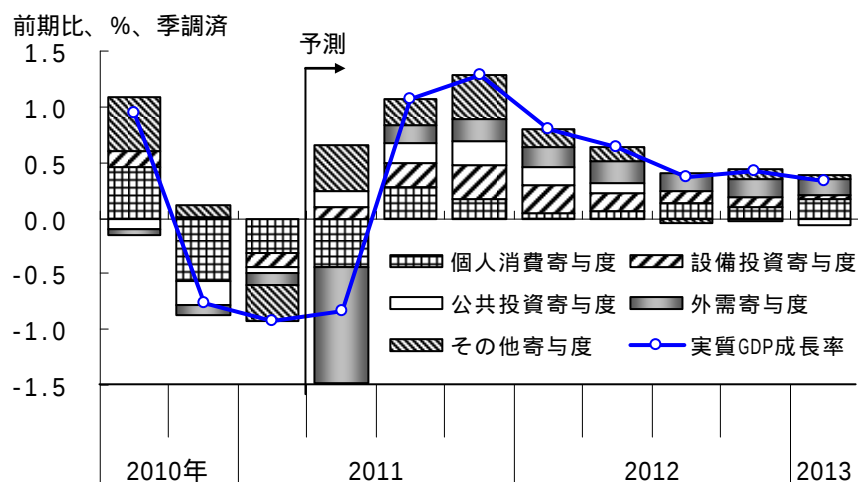
こうした震災の影響を踏まえた上で、2011年度のわが国経済を予測すると、4～6月期は、個人消費や輸出の落ち込みに加えて、設備投資や住宅投資が弱含むこと、国内の供給不足により輸入が増加することなどにより、1～3月期に続いて大幅なマイナス成長になると見込まれる（図表13）。ただ、7～9月期になると、個人消費が消費マインドの持ち直しに加えて、前期の落ち込みの反動もありはっきりとした増加に転じると予想される。輸出についても、海外需要が好調なかで国内工場の供給力が次第に回復するため4～6月期の水準を上回ってくるだろう。設備投資

も復旧投資に加えて、震災により先送りされていた投資再開などにより増勢が強まると予想される。また公共部門でも、2011年度第1次補正予算の執行を受けて復興事業が本格化するだろう。電力不足が夏場の経済活動に制約を与えるとみられるものの、4～6月期が大幅なマイナス成長になった反動もあり、7～9月期のわが国経済は大幅なプラス成長に転じると予測される。

2011年度後半をみると、10～12月期については、復興投資のプラス寄与が続くとともに、サプライチェーンの復旧や電力不足の解消などにより工場の稼働が本格化することなどから、実質GDPは大幅なプラス成長が続くだろう。ただ、震災後の企業業績の落ち込みを反映して年末賞与は大幅減少が見込まれる。こうした影響などで翌1～3月期の個人消費は増勢が鈍化するだろう。設備投資や公共投資などの復興投資は増加が見込まれるものの、実質GDPの伸びはやや低下すると見込んだ。

この結果、2011年度の実質GDPについては、7～9月期以降、復興投資などによりプラス成長が続くものの、震災直後にわが国の景気が大幅に落ち込んだ影響で前年比-0.1%となり、再びマイナス成長に陥ると予測した。

図表13 2011年7～9月期以降、プラス成長に転じる見込み



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成)

(2012年度は次第に回復テンポが鈍化)

2012年度についても、年度前半を中心に復興投資が景気を押し上げるだろう。ただし、設備投資や公共投資の限界的な増加ペースは次第に低下してくると予想される。原材料価格の高止まりによる交易条件の悪化も設備投資の伸びを抑えることになる。さらに、震災前の水準を回復した輸出の伸びも徐々に鈍化すると考えられる。所得の改善テンポも鈍いことから個人消費の伸びも高まりにくいだろう。このため、2012年度前半の実質GDPは次第に鈍化すると予想される。

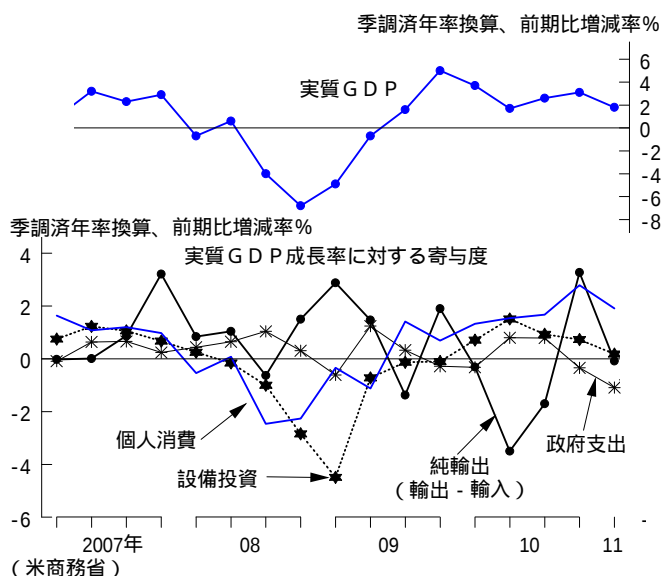
年度後半になると、設備投資や住宅投資などの増加ペースがさらに鈍り、公共投資は減少に転じることが予想される。このため景気回復のペースは一段と鈍化するだろう。なお、個人消費については、復興投資による景気回復にやや遅れて雇用・所得情勢が改善することが見込まれるため、年度後半には伸びが幾分高まってくるだろう。以上から、2012年度の実質GDP成長率は四半期ベースでみると伸びが徐々に低下していくものの、2011年度から2012年度への成長率のゲタが+1.5%と高いこともあり、年度では前年比+2.7%と、1996年度(同+2.9%)以来の高い伸びになると予測した。

2. 予測の前提となる海外経済の見通し (米国経済：緩やかな成長が続く)

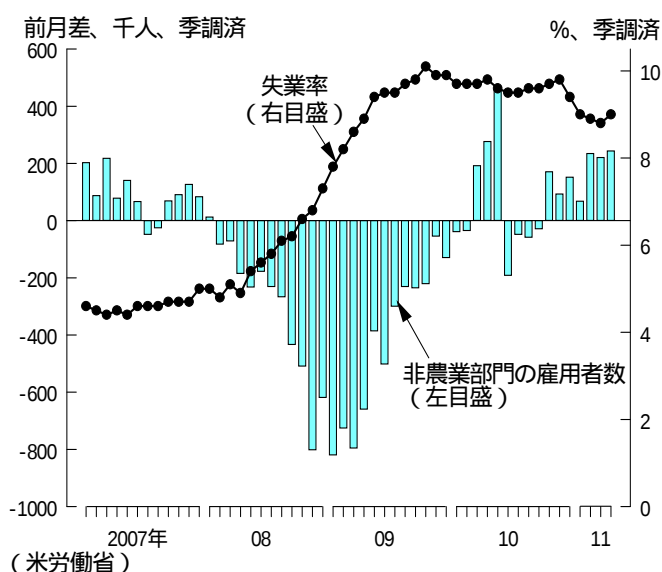
米国の2011年1～3月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+1.8%と、昨年10～12月期(同+3.1%)に比べて伸びが鈍化した(図表14)。これは、個人消費の増勢が前期に比べて鈍化したこと(2010年10～12月期：同+4.0%→2011年1～3月期：同+2.7%)や、住宅市場の不振を映じて住宅投資が同-4.1%と再び減少したこと、企業の構築物投資が同-21.7%と大幅に減少したこと、政府支出が同-5.2%と1983年以来の大幅な落ち込みとなったことなどの要因が重なったためである。しかし、民間需要の柱である個人消費に関しては、伸びが鈍化したとはいえ7四半期連続で増加しており、雇用・所得情勢の緩やかな改善などに支えられて着実に回復していると判断できる。また、企業の設備投資に関しても、構築物投資が大幅に減少する一方で、設備機器・ソフトウェアへの投資が同+11.6%(前期は同+7.7%)と2ケタ増となっており、設備投資全体では同+1.8%と5四半期連続で増加した。その他、輸出も同+4.9%と前期(同+8.6%)から伸びが鈍化した。1～3月期の実質GDP成長率は鈍化したものの、内容的には米国景気の底堅さを示すものだったといえよう。

4月以降の経済指標も、米国景気の回復が緩やかであることを示唆するものが多い。まず企業部門をみると、4月の米鉱工業生産指数は前月比横ばいとなった。業種別には、電力など公益事業の生産指数が同+1.7%と2か月連続で上昇したものの、製造業の生産指数が同-0.4%と10か月ぶりに低下した。なかでも自動車・同部品が同-8.9%と大きく落ち込んでおり、東日本大震災に伴う部品不足の影響が現れたとみられる。また、4月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は60.4(前月は61.2)と2か月連続で低下した。ただ、景況指数の水準は引き続き高く、好不調の節目とされる50を21か月連続で上回っていることから判断して、企業の業況は総じて良好であるといえよう。項目別には、新規受注指数(3月：63.3→4月：61.7)や雇用指数(3月：63.0→4月：62.7)などが低下した半面で、輸出指数(3月：56.0→4月：62.0)が上昇しており、輸出が製造業を支えている姿が確認できる。

図表14 緩やかに回復する米国景気



図表15 米雇用の回復に安定感



他方、家計部門では、4月の非農業部門雇用者数が前月比24.4万人増と、2010年5月以来の大幅な増加となった(図表15)。このところ民間部門を中心に雇用者数が3か月連続で月20万人以上増加しており、雇用情勢の改善が安定してきていることがうかがえる。もっともその一方で、住宅市場は依然として冴えない。4月の住宅着工件数は前月比-10.6%と大幅な減少に転じた。また、住宅投資の先行指標となる住宅販売をみると、4月の中古住宅販売件数は同-0.8%と再び減少した。中古住宅販売件数の水準は年率505万戸といまだに低く、かつ住宅価格が弱含んでいる点も勘案すると、住宅市場の回復にはなお多くの時間を要すると見込まれる。

こうした状況下、先行きの米国経済を展望すると、まず個人消費については、緩やかながらも着実な回復が続くと見込まれる。ガソリン価格上昇による負担増が個人消費の抑制要因となるものの、雇用情勢の安定的な改善に加えて、昨年末に打ち出された所得税減税(いわゆるブッシュ減税)延長や給与税引き下げの効果が個人消費を支えよう。これまで個人消費の重荷になってきた家計の過剰債務の圧縮(バランスシート調整)圧力も先行き次第に弱まると見込まれる。一方、設備投資はIT(情報技術)関連投資の増加などに支えられて、引き続き景気回復を支えると見込まれる。ただ、商業用不動産が依然として低迷していることから、建設投資の回復に多くを期待することは難しい。住宅投資も当面弱い動きが続くと見込まれる。輸出は世界経済の回復に支えられて、新興国向けを中心に増加基調が続くとみられる。以上から、2011年は実質ベースで年率2%台での緩やかな成長が続こう。ただ、年後半からは民間需要の自律的な回復力が徐々に強まり、それに伴ってGDP成長率も高まっていくと予想される。2012年は給与税減税の終了が個人消費の下押し要因となるものの、民間需要主導の自律的な景気回復が続くと見込まれる。米国の実質GDP成長率を2011年が+2.4%、2012年が+2.9%と予測した。

なお、米国の金融政策については、引き続き緩和的な政策が続くと見込んだ。FRB(米連邦準備理事会)は4月27日のFOMC(公開市場委員会)で、QE2(量的緩和第2弾)と呼ばれる米国債の購入を予定通り6月末で終了することを決定した。ただ、米景気の回復ペースが緩やかであることなどから、事実上のゼロ金利政策は据え置き、またFOMC声明では政策金利を「長期にわたって異例の低水準」で維持する方針を示した(図表16)。注目されたバーナンキFRB議長の記者会見でも、議長は当面緩和的な金融政策を続けることを表明している。今後の焦点は、FRBが保有する住宅ローン担保証券(MBS)などの元本償還金を米国債に再投資することをいつやめるのかに移っており、この点FRBは雇用情勢や物価情勢を見極めながら慎重に判断することになる。しばらくは米国経済の緩やかな成長が続くと見込まれるため、FRBが利上げに転じるのは2012年春頃になると予測した。

図表16 FOMC声明(2011年4月27日)

景気判断	景気は緩やかなペースで回復を続け、雇用情勢も全般的に徐々に改善している。家計の支出や企業の設備投資も拡大が続いている。
物価判断	しかし、居住用以外の建設投資は依然として弱く、住宅部門は低迷が続いている。
金融政策	失業率が引き続き高水準にあり、基調的なインフレも委員会が長期的に適切と判断する水準よりもやや低い状況にある。
	エネルギー価格や他の商品価格の上昇が物価に与える影響は一時的とみている。
	フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を0~0.25%に据え置く。経済全体の稼働率やインフレ率、インフレ期待を踏まえ、FF金利は今後も長期にわたって異例の低水準にとどまることが正当化される可能性が高い。
	保有証券の元本償還金を再投資する政策を維持するとともに、6月末までに6000億ドルの長期国債を購入する計画を完遂する。

(FRB資料より作成)

(ユーロ圏経済：くすぶり続ける信用問題を内包しつつも徐々に景気は加速する見通し)

ユーロ圏の景気は足元で加速している。ユーロ圏の2011年1～3月期の実質GDP(域内総生産、速報値)は前期比+0.8%と、10年10～12月期(同+0.3%)から伸びを高めた。

国別には、ドイツが前期比+1.5%と10年10～12月期(同+0.4%)から大きく加速した。またフランスも同+1.0%と前期(同+0.3%)から伸びを高めた。このように堅調な主要国経済がユーロ圏の景気をけん引する一方で、信用不安に揺れる諸国をみると、ポルトガルが同-0.7%と2四半期連続でマイナス成長となるなど、景気低迷が続いている。ユーロ圏特有の構造的脆弱性である景気回復ペースの域内格差は、依然として改善の兆しがみえてこない(図表17)。

需要項目別には、1～3月期の名目輸出がアジア向け等を中心に前期比+5.7%と10年10～12月期(同+1.7%)から大きく加速していることから、国外需要が引き続き景気回復のけん引役を果たしたと判断される。他方で国内需要をみると、小売数量指数が1～3月平均で前期比-0.1%と10年10～12月平均(同-0.3%)からマイナス幅が縮小したものの、軟調な展開が続いている。こうしたことから、個人消費は低迷が続いており、景気回復を下押ししているとみられる。

こうしたなか、4月の統一消費者物価(HICP)が前年比+2.8%と5か月連続で加速するなど、資源高の影響などもあってユーロ圏の物価は強含みの展開となっている。インフレ圧力の高まりを受けて、欧州中央銀行(ECB)は4月の政策理事会で政策金利(主要リファイナンス・オペ金利)の引き上げ(1%から1.25%)を実施するなど、日米に先駆けて金融緩和の修正に着手した。現状ではコア物価(エネルギーや食品など変動の激しい項目を除いた物価)は相対的に安定しているが、ECB高官はエネルギー価格の上昇がコア物価に波及することに懸念を表明しており、追加利上げの可能性に言及している。金融市場でも、EURIBOR3か月物などの短期金利が年内の追加利上げを織り込んだ展開となっている。

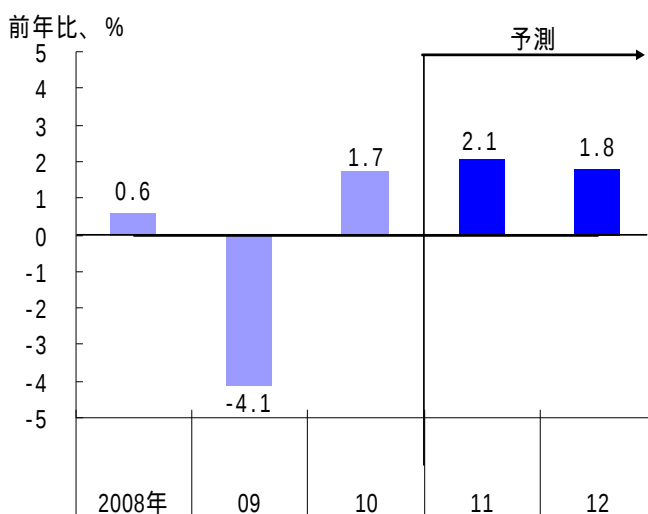
ただ財政健全化の流れを受けて財政支出や公共投資の抑制が急務となるなかでは、今後のECBによる追加利上げペースは緩慢なものにならざるをえないだろう。また利上げに着手したとはいえ、短期金利の水準そのものは依然低いために、利上げによって実体経済の回復が鈍化する可能性は低いとみられる。

図表17 ユーロ圏各国の実質GDP

(前期比、%)	2010年			2011年
	4～6 月期	7～9 月期	10～12 月期	1～3 月期
ユーロ圏	1.0	0.4	0.3	0.8
主要国				
ドイツ	2.1	0.8	0.4	1.5
フランス	0.5	0.4	0.3	1.0
イタリア	0.5	0.3	0.1	0.1
信用不安国				
ポルトガル	0.4	0.3	-0.6	-0.7
アイルランド	-1.1	0.6	-1.6	n.a.
ギリシャ	-1.3	-1.6	-2.8	0.8
スペイン	0.3	0.0	0.2	0.3

(Eurostat)

図表18 ユーロ圏の実質GDP予測



(実績値はEurostat、予測は浜銀総研)

以上を踏まえて2011年から2012年のユーロ圏経済を展望すると、一段の縮減が予想される財政支出や公共投資といった公的需要の減退が、景気回復の最大の下押し要因となるだろう。その半面で輸出が、新興国の旺盛な需要などにけん引されて好調に推移し、景気を下支えするだろう。また設備投資が、輸出による生産の回復にけん引されるとともに、低金利といった追い風を受けて、徐々に回復テンポを上げてくるとみられる。

一方個人消費は、雇用・所得情勢の改善の遅れなどから、2011年いっぱいには低迷が続くだろう。ただ2012年以降は、企業業績回復の恩恵などを受けて、ドイツなどユーロ圏の主要国では個人消費回復ペースが徐々に加速すると見込まれる。その半面、信用不安が長期化し厳しい財政支出の抑制が見込まれるギリシャやアイルランドなどでは、年金や公務員給与の一段の減額が予想されることなどから、消費の低迷が続くとみられる。こうしたことから、ユーロ圏全体の個人消費の回復ペースは緩慢なものになると予想される。

総じてみれば、先行き2年のユーロ圏経済は、縮小が予想される公的需要による下押しを、堅調と見込まれる国外需要による下支えに加えて、徐々に増勢を増すとみられる民間需要による押し上げが相殺するかたちで、徐々に回復ペースを高めていくと予想される。暦年ベースでは2011年の実質GDP成長率を+2.1%、2012年を+1.8%と予測した（図表18）。

ただ景気の腰折れリスクとして、信用不安の一段の深刻化には注意を要しよう。足元ではギリシャの債務不履行（デフォルト）懸念が高まっているが、この流れがアイルランドやポルトガル、スペインといった他の信用不安国にまで連鎖的に波及した場合、ユーロ圏全体の金融システムは非常に不安定な状況になると予想される。こうした事態に陥った場合、金利の高騰を通じて金融機関や企業の財務体質が悪化し、また資金調達も困難になることから、ユーロ圏の生産・消費活動は著しく減退しよう。

（中国経済：東日本大震災による供給制約は徐々に緩和し、高成長を維持する見込み）

中国経済は堅調な展開が続いている。2011年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+9.7%と、10年10～12月期（同+9.8%）と同様に高成長となった。需要項目別には、輸出が好調を維持したほか、金融引き締め策の影響などから減速基調であった固定資産投資が伸びを高め、景気をけん引した模様である。その半面で、後述する高インフレの影響などから、個人消費は実質ベースでは減速したものとみられる。

足元の指標をみると、4月の鉱工業生産が前年比+13.4%と前月（同+14.8%）から伸びが鈍化した。同月の製造業PMI（購買部担当者指数）が52.9と中立水準である50を上回っているものの、前月（53.4）からやや悪化するなど、一部に景気減速の兆しがみられる。先行する金融引き締め策が、企業の生産活動の主な下押し圧力になっていると考えられる。

加えて、3月11日に発生した東日本大震災による日本の供給力の低下が、企業の生産活動のさらなる足かせ要因になる懸念が高まっている。日本は中国の「サプライヤー」として生産財や中間財を中国に供給しているため、今般震災に伴う生産力低下が、中国における消費財（最終財）生産を下押しする公算が大きいことが、その理由である。足元で既に一部の指標に東日本大震災の影響が現れており、4月の自動車生産台数（当社による季調値）が、部品調達難に陥った日系メーカーが減産を迫られたことを受けて前月比-13.2%の大幅減となった（図表19）。ただ秋口以

降、日本における電力の需給ひっ迫問題の緩和や、生産拠点の再興や代替チャネルの整備といったサプライチェーンの再構築が進むとみられることから、東日本大震災に伴う減産圧力は年末にかけて和らいでくものと予想される。

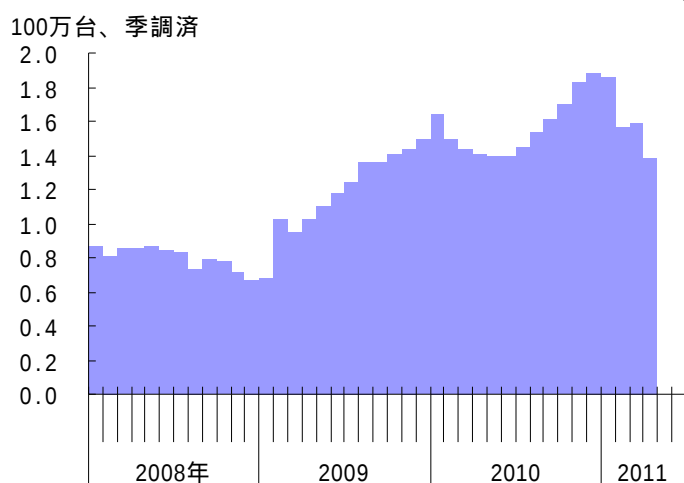
こうしたなか、物価上昇圧力は強含みの展開が続いている。直近4月の消費者物価は前年比+5.3%と、前月（同+5.4%）同様高水準を維持するとともに、本年のインフレ目標値（4%）を年初来上回っている。中国人民銀行（中央銀行）は政策金利や預金準備率の引き上げといった金融引き締め策を強化して、今後も物価の安定を図るとみられる。ただ秋口以降は、金融引き締め策の効果などから物価の騰勢は徐々に落ち着いてくると予想される。

以上を踏まえて2011年後半と2012年の中国経済の展開を展望すると、まず2011年については、金融引き締め策の影響や東日本大震災に伴う生産への下押し圧力を受けて、中国景気は夏場にかけて減速気味に推移するだろう。ただ物価が徐々に騰勢を弱めるとみられるなかで、金融引き締めのペースも段々減速すると予想されることから、景気の減速テンポも次第に緩やかになると考えられる。需要面では、金融引き締め策の影響などから、個人消費や民間投資といった国内需要が減速気味に推移するだろう。政府支出や公共投資といった公的需要も、政府のインフレ抑制姿勢を反映して伸びを鈍化させるものとみられる。その半面で、新興国を中心とする国外需要の恩恵を受けた輸出が、引き続き景気の下支え役となるだろう。通年の実質GDP成長率を+9.0%と見込む（図表20）。

2012年については、新興国の高成長が持続することに加えて、米国景気が堅調に推移すると予想されることから、輸出が前年に引き続き景気を下支えするだろう。他方で国内需要をみると、持続的な高成長に伴う所得の増加を受けて、個人消費が強含みの展開となるだろう。中国政府が「第12次五か年計画（2011～15年）」において、これまでの輸出・固定資産投資による高成長モデルから今後は個人消費主導の安定成長モデルへの転換を目指す旨を示すなかで、実施が予想される最低所得引き上げのような個人消費刺激策も、個人消費の伸びを底上げするとみられる（注）。その半面で固定資産投資は、これまでの高成長や五か年計画に伴う政策転換などから減速ペースを強めると予想される。通年の実質GDP成長率を+8.7%と予測する。

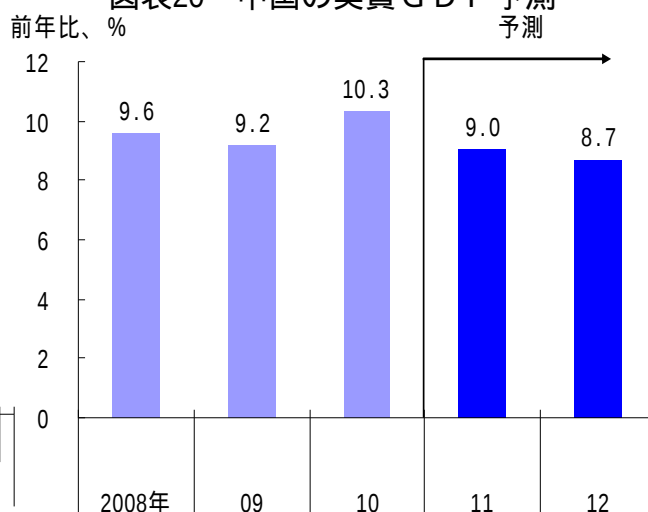
（注）2012年における政権交代により、第12次五か年計画にて謳われている経済構造転換に向けた追加的な施策が実施され、景気にアップサイドの影響を与える可能性がある。

図表19 中国の自動車生産台数



（注）X12-ARIMAで季節調整を施した。
（中国自動車工業会資料より作成）

図表20 中国の実質GDP予測



（実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研）

図表21 2011・2012年度のわが国経済の見通し（2011年5月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2010年度 実績	2011年度			2012年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	85.7	85.5	83.0	88.0	93.3	92.0	94.5
米国実質GDP(暦年)	2.9	2.4	[2.3]	[2.6]	2.9	[3.0]	[2.9]

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

		2010年度 実績	2011年度 見通し			2012年度		
				上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P		2.3	▲ 0.1	[▲ 0.8]	[2.2]	2.7	[1.2]	[0.8]
	個人消費	0.8	▲ 0.9	[▲ 0.8]	[0.6]	0.7	[0.3]	[0.5]
	住宅投資	▲ 0.2	1.8	[▲ 1.4]	[1.9]	3.7	[2.2]	[1.2]
	設備投資	4.5	3.3	[1.1]	[3.9]	5.0	[2.5]	[1.1]
	政府消費	2.3	2.8	[1.9]	[0.8]	0.4	[0.0]	[0.1]
	公共投資	▲10.0	8.7	[5.9]	[10.7]	7.5	[4.0]	[▲ 1.2]
	輸 出	17.0	▲ 0.5	[▲ 3.2]	[5.3]	7.8	[3.6]	[2.8]
	輸 入	10.9	7.7	[4.5]	[3.9]	4.2	[1.7]	[1.1]
寄与度	国内需要	1.4	0.9	[0.2]	[1.8]	2.0	[0.9]	[0.5]
	民間需要	1.4	0.1	[▲ 0.3]	[1.3]	1.6	[0.7]	[0.5]
	公的需要	0.0	0.8	[0.6]	[0.5]	0.4	[0.1]	[0.0]
	海外需要	0.9	▲ 0.9	[▲ 1.0]	[0.4]	0.7	[0.4]	[0.3]
名 目 G D P		0.4	▲ 0.7	[▲ 1.1]	[2.0]	2.4	[1.1]	[0.7]
新設住宅着工戸数（万戸）		81.9	84.5	42.5	42.0	90.5	45.8	44.7
（前年比増減率、％）		5.6	3.2	4.3	2.1	7.1	7.7	6.6
鉱 工 業 生 産		8.9	▲ 0.5	[▲ 3.7]	[8.5]	9.4	[4.1]	[2.1]
国 内 企 業 物 価		0.7	2.0	2.1	1.9	0.8	1.2	0.4
消 費 者 物 価		▲ 0.4	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
完 全 失 業 率（％）		5.0	4.8	4.9	4.8	4.6	4.7	4.5

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入
完全失業率については、2011年3月以降、岩手、宮城、福島県を除くベースで試算

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。