

浜銀総研 News Release



2011年 8 月18日

2011年度・2012年度の景気予測（2011年 8 月改訂） - 2011年度は+0.3%と小幅なプラス成長を維持、12年度は+2.5%成長に -

要 旨

- 2011年 4 ～ 6 月期の実質 G D P は東日本大震災の影響で前期比-0.3%と 3 四半期連続のマイナス成長となった。生産設備の毀損に伴う供給制約により輸出が大きく落ち込んだほか、個人消費も 3 期連続の減少となった。もっとも、復旧関連投資の押し上げにより公共投資や設備投資が増加し、在庫投資も在庫復元の動きによりプラス寄与に転じたことから、1 ～ 3 月期に比べると実質 G D P の減少幅は大きく縮小した。なお、足元の月次指標をみると、生産活動や輸出、個人消費などが既に回復基調となっていることから、わが国の経済活動は 6 月末には震災前の水準に近づきつつあったと判断される。
- 2011年度のわが国経済を見通すと、7 ～ 9 月期は個人消費や輸出の成長率が高まることなどにより、大幅なプラス成長に転じると予想される。10 ～ 12 月期以降も復興関連投資の押し上げにより公共投資や設備投資の増加が続き、また雇用・所得情勢の緩やかな改善を受けて、個人消費も底堅い動きになるとみられるため、わが国経済はプラス成長が続くと見込まれる。ただし、足元で海外経済が減速しており、円高傾向も強まっていることから、輸出の景気けん引力は鈍ると予想される。このため、年度後半の成長率は 7 ～ 9 月期に比べると低下するだろう。以上から、2011年度の実質 G D P 成長率は前年比 +0.3%と小幅ながらもプラス成長を維持すると予測した。
- 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ため、わが国経済は回復の動きが続くだろう。ただ、設備投資や公共投資の限界的な増加ペースが次第に低下してくるため、成長率は高まりにくい状況になると予想される。年度後半になると、復興投資の増加寄与が一段と低下するものの、海外経済の回復基調が強まり輸出の景気けん引力が次第に強まってくるため、再び成長率が高まると予測した。以上から、2012年度の実質 G D P 成長率は前年比+2.5%と2000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 6 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 . 3	2 . 5	▲ 0 . 1	2 . 7
民間需要寄与度	1 . 4	0 . 3	1 . 5	0 . 1	1 . 6
公的需要寄与度	▲ 0 . 0	0 . 5	0 . 5	0 . 8	0 . 4
海外需要寄与度	0 . 9	▲ 0 . 6	0 . 5	▲ 0 . 9	0 . 7
名目 G D P	0 . 4	▲ 1 . 2	2 . 0	▲ 0 . 7	2 . 4

(株)浜銀総合研究所 調査部

小泉（国内経済）、北田（米国経済・金融）、土田（欧州・中国経済）

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

(4 ～ 6 月期の実質 GDP は復旧投資などにより減少幅が大きく縮小)

2011年 4 ～ 6 月期の実質 GDP (国内総生産、季調値、1 次速報) は東日本大震災の影響で前期比 -0.3% (同年率 -1.3%) と 3 四半期連続でマイナス成長となったものの、復旧投資などの国内需要の押し上げにより、1 ～ 3 月期 (前期比 -0.9%、同年率 -3.6%) に比べてマイナス幅が大きく縮小した (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 +0.4% ポイントと 3 四半期ぶりのプラス寄与に転じた。復旧関連投資の押し上げにより公共投資が同 +3.0% と 6 四半期ぶりの増加に転じた。民間部門では、震災後減少した在庫を復元する動きがみられたことから在庫投資の寄与度が前期比 +0.3% ポイントとプラス寄与に転じたほか、復旧投資の押し上げにより設備投資が同 +0.2% と小幅ながらも増加に転じた。一方、個人消費は同 -0.1% と 3 四半期連続で減少した。ただ、消費マインドには持ち直しの動きがみられ、アナログ放送終了を前に薄型テレビの販売が拡大したことなどもあり、1 ～ 3 月期 (同 -0.6%) に比べて減少幅が縮小した。他方、住宅投資は同 -1.9% と減少した。震災後の住宅購入意欲の低下や住宅デベロッパーの着工見合わせなどが影響したものとみられる。

外需の実質 GDP 成長率に対する寄与度は前期比 -0.8% ポイントとリーマン・ショック直後 (2008年 10 ～ 12 月期 : 同 -3.0% ポイント、09年 1 ～ 3 月期 : 同 -1.2% ポイント) 以来の大幅なマイナス寄与となった。輸出が製品の供給不足により同 -4.9% と大きく落ち込む一方で、輸入が同 +0.1% とわずかながら増加した。

名目 GDP についても、前期比 -1.4% と前期 (同 -1.5%) から減少幅が縮小した。もっとも、個人消費が 1 ～ 3 月期と同じ前期比 -0.6% となったほか、控除項目である輸入が資源高の影響などで同 +3.6% と実質ベースに比べて大きく増加したことなどから、前期からの縮小幅は小幅にとどまった。

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、%)

	2010年				2011年	
	1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期	7 ～ 9 月期	10 ～ 12 月期	1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期
実質 GDP	2.3	-0.1	1.0	-0.6	-0.9	-0.3
個人消費	1.0	-0.4	0.9	-0.9	-0.6	-0.1
住宅投資	1.0	-0.1	2.1	2.8	0.2	-1.9
設備投資	1.6	2.4	1.1	0.1	-1.4	0.2
公共投資	-0.4	-5.3	-2.2	-5.8	-1.0	3.0
輸 出	6.1	6.7	0.7	-1.0	0.0	-4.9
輸 入	2.7	4.9	2.6	-0.6	1.5	0.1

内需寄与度	1.8	-0.5	1.2	-0.6	-0.7	0.4
民間需要	1.8	-0.4	1.2	-0.4	-0.8	0.2
うち在庫	1.0	-0.5	0.5	0.0	-0.3	0.3
公的需要	-0.1	-0.1	-0.0	-0.1	0.1	0.2
外需寄与度	0.5	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8

名目 GDP	2.1	-0.9	0.6	-1.0	-1.5	-1.4
--------	-----	------	-----	------	------	------

(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」)

（月次ベースでみると景気は既に回復基調に転じている）

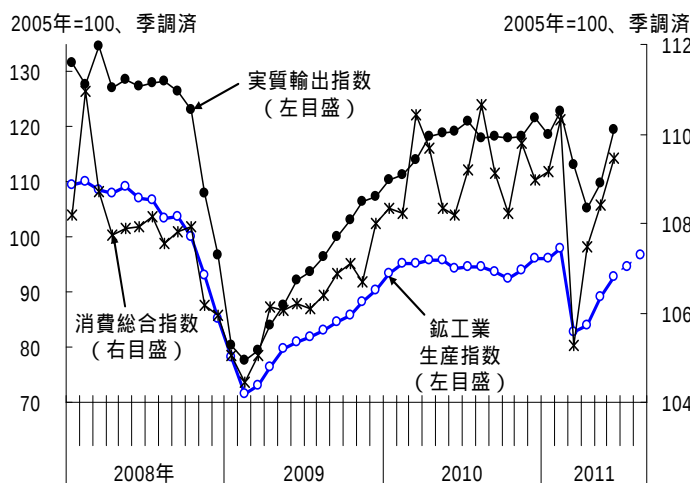
4～6月期の実質GDPは震災後の落ち込みの影響で前期に続いてマイナス成長となったが、月次ベースで経済指標をみると、わが国経済が既に回復基調に転じていることがわかる。

まず、震災後急激に落ち込んだ企業の生産活動についてみると、6月の鉱工業生産指数は前月比+3.8%と3か月連続で上昇し、震災前（2月）の95%程度水準まで回復した（図表2）。サプライチェーン（供給網）の復旧を受けて輸送機械が急速に持ち直しているほか、アナログ放送終了を前にしたテレビの買い替え需要増加により情報通信が高い伸びとなった。先行きを示す製造工業生産予測指数をみても、7月が同+2.2%、8月が同+2.0%と引き続き上昇する見通しとなっており、今後も生産の回復基調が続くと期待される。こうした生産の回復を受けて供給制約が和らいだことから輸出も上向いており、6月の実質輸出指数は同+8.6%と前月に続いて上昇し、震災前の水準をほぼ回復している。

また、消費マインドの急激な悪化などにより3月に大きく落ち込んだ個人消費をみても、6月の消費総合指数が前月比+1.0%と3か月連続で上昇し、震災前の水準に近づきつつある。足元の消費回復はアナログ放送終了や節電消費などの特殊要因の増加寄与が大きいとみられるものの、消費マインドは持ち直しつつあり、個人消費に対する震災の影響は弱まってきていると判断される。

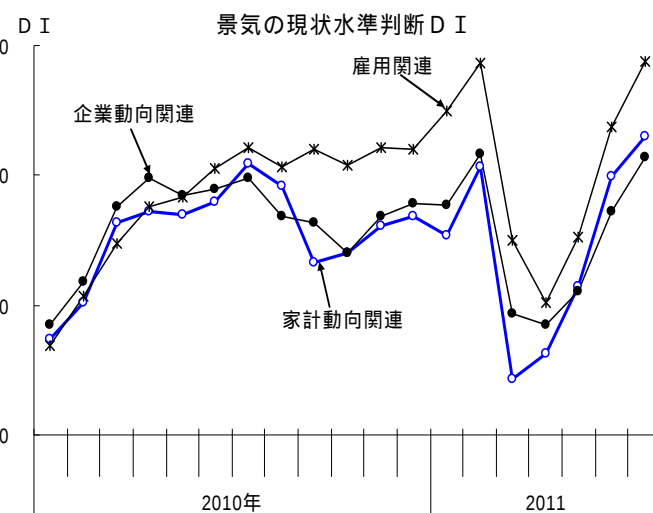
さらに、住宅投資や設備投資、公共投資関連の月次指標にも回復の動きがみられている。なお、景気ウォッチャー調査の景気の現状水準判断DIをみると、7月のDIは企業動向関連が震災前の水準をわずかに下回っているものの、家計動向関連と雇用関連は震災前の水準を回復している（図表3）。街角の景況感も概ね震災前の状況を取り戻しており、わが国の経済活動は震災前の水準をほぼ回復し、概ね正常化したと判断することができよう。

図表2 月次指標は景気の回復を示す



（注）2011年7、8月の鉱工業生産指数は製造工業生産予測指数による先延ばし。
（経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」、日本銀行「実質輸出入」、内閣府「消費総合指数」より作成）

図表3 現状水準判断が震災前を上回る



（内閣府「景気ウォッチャー調査」）

（復興投資の本格化により今後も景気の回復が見込まれる）

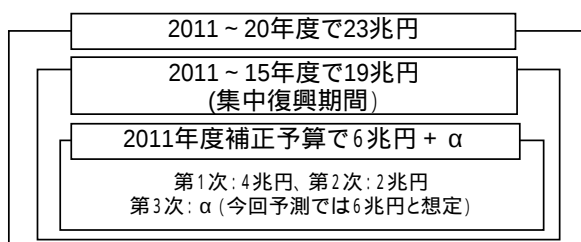
このようにわが国の経済活動は震災前の水準をほぼ取り戻し、景気回復の動きが明確になりつつあるが、この先も復興関連投資の押し上げにより、プラス成長が続いていくと見込まれる。

復興投資関連で今後の景気けん引が期待されるものとしては、まず公共部門の復興事業があげられる。7月29日に公表された東日本大震災復興対策本部の『東日本大震災からの復興の基本方針』によれば、今回の震災に伴う復旧・復興対策の事業規模は10年間で少なくとも23兆円にのぼり、今年度から5年間の「集中復興期間」において19兆円程度の事業の実施が見込まれている（図表4）。足元の復興予算をみると、今年度第1次、第2次補正予算において、既に合計6兆円の予算が計上されており、さらに第3次補正予算において大型の復興関連予算の編成が見込まれている（注）。こうした復興予算の執行とともに公的需要の景気押し上げ効果が強まっていくと予想される。

なお、1995年に発生した阪神・淡路大震災においては「緊急復興3か年計画」に基づき3年間でインフラや住宅の再建が集中的に行われた。当時の兵庫県の実質公共投資をみると、震災の発生した翌四半期から5四半期連続で増加し、その後は減少に転じている（図表5）。今回の震災では被災地でがれきの処理に時間がかかっており、また復興計画の集中投資期間も阪神・淡路大震災後に比べて長くなっている。こうしたことから、公共需要の景気押し上げ効果は阪神・淡路大震災後に比べて長期に及び、その効果は2012年度後半まで続くと予想される。

（注）今回の予測では、2011年度第3次補正予算において6兆円、2012年度予算において2兆円の復興関係費が計上されると想定した。なお、復興財源については現在検討がなされているものの、結論が出ていないため、今回の予測期間中には増税が行われないものと想定した。

図表4 復興の基本計画
○ 復旧・復興予算



○ 復興支援

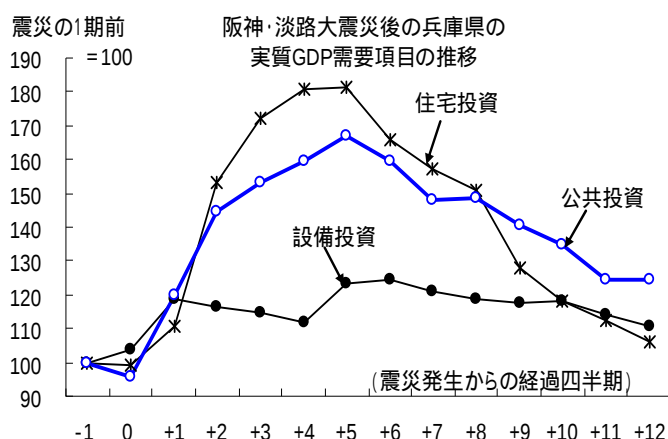
「復興特区制度」の創設
使い勝手のよい交付金を創設

○ 復興施策

災害に強い地域づくり
→「減災」に基づく地域づくり、土地利用の再編促進など
地域における暮らしの再生
→地域医療の再構築、雇用対策、教育の振興など
地域経済活動の再生
→企業の資金繰り支援、農業の再生、二重債務問題への対応など
大震災の教訓を踏まえた国づくり
→エネルギー戦略の見直し、今後の災害への備えなど

（東日本大震災復興対策本部「東日本大震災からの復興の基本方針」より浜銀総合研究所作成）

図表5 阪神・淡路後の兵庫県の回復パス



（注）1995年3月に発生した地下鉄サリン事件や、97年4月より消費税率が引き上げられた（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）

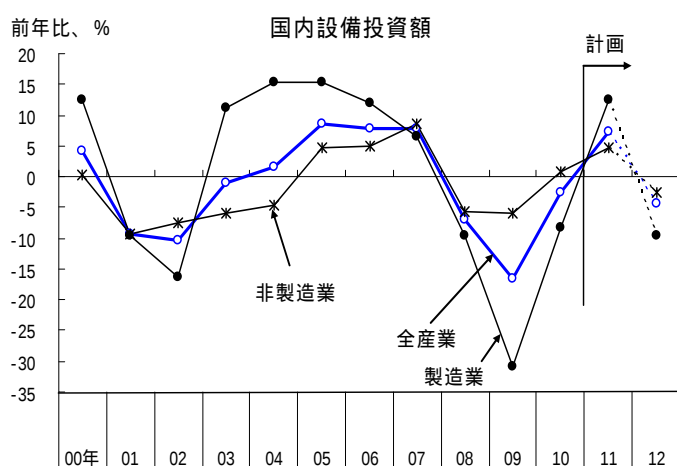
（企業部門でも復興投資が見込まれる）

次に、民間部門の復興投資も今後の景気を押し上げていくと考えられる。まず企業部門をみると、日本政策投資銀行が発表した『2010・2011・2012年度設備投資計画調査』によれば、2011年度の設備投資計画は全産業で前年比+7.3%と4年ぶりの増加に転じる見込みとなっており（図表6）、復興投資を中心とした設備投資の拡大が予想される。同調査を業種別にみると、製造業は同+12.5%の大幅増が見込まれている。被災地における生産設備の復旧・復興投資や、代替生産のための生産能力の増強などが増加に寄与しているとみられる。もっとも、機械受注統計で7～9

月期の製造業の機械受注額見通しをみると、前期比-0.6%と減少が見込まれている（図表7）。既に生産設備の復旧に目処がたったこと、後述するような海外需要の減速や円高傾向が足元で顕著になってきていること、エネルギー政策の先行きが不透明であること、などを踏まえると、製造業の設備投資判断は先行き慎重化する可能性がある。一方、政投銀調査の非製造業の今年度の設備投資計画も前年比+4.6%と増加する見通しとなっている。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用、当社による季調値）をみても、4～6月期に前期比+19.7%と急増している。今後被災地におけるがれきの処理が進み、復興計画が具体化するとともに、商業施設やオフィスビルなど非製造業の復興投資が本格化していくとみられる。

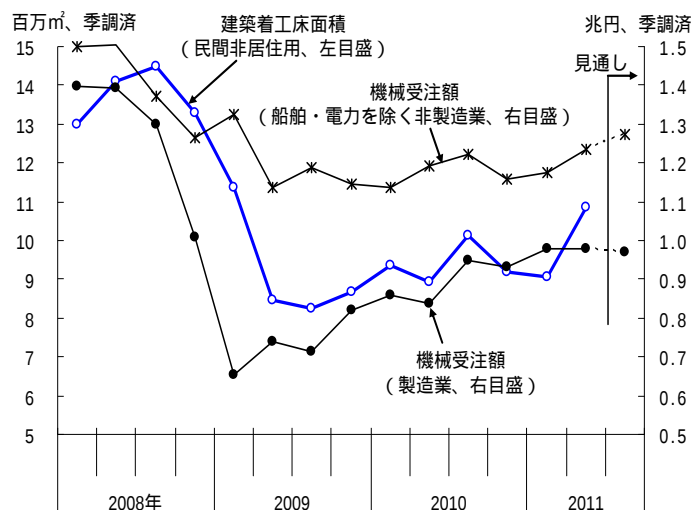
こうした点を踏まえて今後の設備投資を見通すと、2011年度下期は製造業の投資がやや鈍るものの、非製造業を中心とした復興投資の押し上げにより設備投資は増加すると予測される。2012年度についても、被災地の復興が進むとともに非製造業を中心に設備投資の増加が見込まれる。また、節電や新エネルギー関連の投資も活発化していくと予想される。加えて、年度後半には後述するように海外需要の持ち直しとともに製造業の設備投資も増勢を徐々に回復するだろう。こうしたことから、設備投資の伸びは再び高まってくると予測した。

図表6 今年度の設備投資計画は4年ぶりの増加



(注)2000～10年は実績、11年は当年夏計画、12年は前年夏計画。前年夏計画は未確定な部分が多く弱めの数値になることが多い。資本金10億円以上の大企業が調査対象。
(日本政策投資銀行「設備投資計画調査」)

図表7 製造業の機械受注額がやや鈍い



(注)機械受注額の2011年7～9月期は企業の見通し。
(内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成)

（住宅部門も復興投資が見込まれるが、住宅購入支援策終了で住宅投資は緩やかな伸びに）

一方、家計部門についても、住宅投資などで復興投資が見込まれる。今回の震災に伴う住宅被害をみると、全半壊（全半壊含む）した住戸が25.8万戸となっており、阪神・淡路大震災（24.8万戸）に匹敵する被害となっている。今回の震災では、がれきの処理が遅れていることから、阪神・淡路大震災後に比べると住宅着工の本格化までに時間がかかるとみられるものの、復興が進むとともに被災地の住宅投資も活発化すると予想される。

もっとも、被災地以外の住宅投資をみると、これまでの住宅投資を支えてきた、住宅エコポイントが予算消化により今年7月末に終了したことや、フラット35Sの住宅ローン金利の引き下げが同9月末で終了することになっていることなどから、この先いったん弱い動きになると予想される。こうしたことから、全国ベースでみた住宅投資については、復興投資の押し上げが見込まれるものの、緩やかな伸びにとどまると予測した。

（雇用の改善などを受けて個人消費も増加するものの、来年度前半には回復の動きが鈍る）

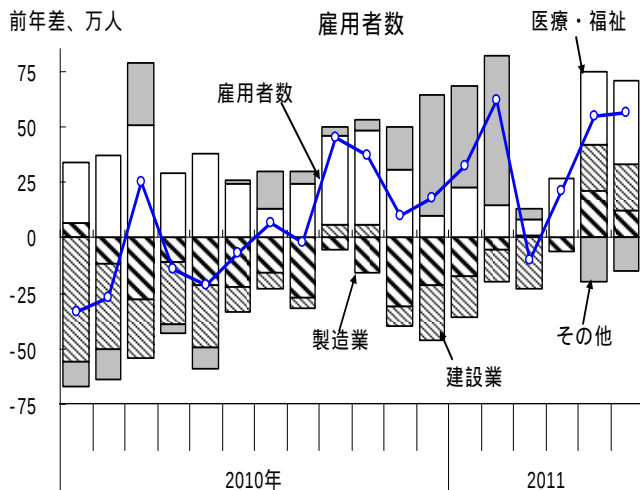
このような復興投資拡大によりわが国経済は今後も回復基調が続くと見込まれることから、雇用・所得情勢も緩やかに改善していくと予想される。

まず足元の雇用情勢をみると、6月の雇用者数（被災3県を除く）は前年比+56万人と3か月連続で増加している（図表8）。生産の回復に伴い製造業の雇用者数が増加しているほか、復興投資の拡大を受けて建設業が増加している。この先、輸出の鈍化により製造業の増加はいったん頭打ちになると予想されるものの、復興投資の拡大を受けて雇用情勢は緩やかな回復が続くだろう。一方、所得情勢をみると、4～6月期の雇用者報酬（名目）は震災の影響で前期比横ばいと鈍い動きとなっている。この先についても、海外経済の鈍化の影響などで所得は改善しにくい状況が続くとみられるが、企業活動の正常化とともに企業業績の回復が見込まれることから、雇用情勢と同様に緩やかに持ち直していくと見込まれる。

こうした点を踏まえると、雇用・所得情勢の緩やかな改善が今後の個人消費を支えていくと考えられる。また、景気回復を通じた消費マインドの持ち直しも個人消費の回復を後押ししよう（図表9）。ただし、足元で子ども手当の2012年度からの見直しの方針が与野党で合意されており、また復興目的の所得税増税についても検討がなされている。今回の予測では2012年度から子ども手当が見直されることを見込んでおり、これにより家計の可処分所得が2012年度以降減少することから、2012年度前半の個人消費はいったん鈍い動きになると見込んだ（注）。

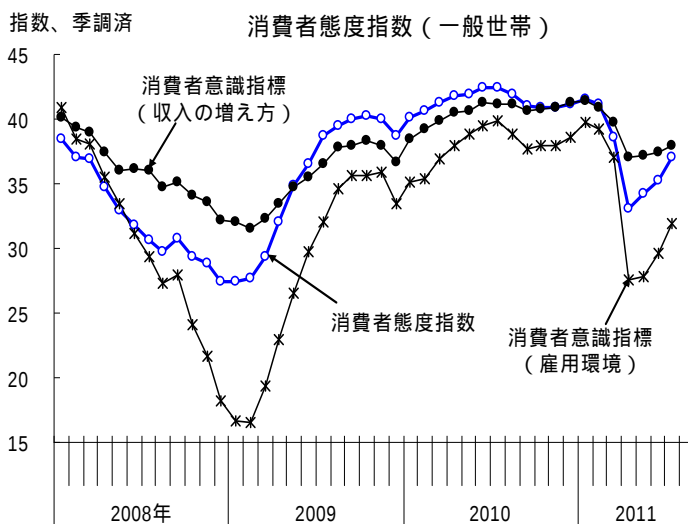
（注）今回の予測では、子ども手当の見直しにより2012年度の家計の可処分所得が0.5兆円程度減少すると見込んだ。復興増税については、前述のとおり現在検討がなされているものの、結論が出ていないため、今回の予測期間中には行われないものと想定した。

図表8 製造業や建設業の雇用が拡大



（注）岩手、宮城、福島県を除くベース
（総務省「労働力調査」）

図表9 消費マインドは持ち直しの動き



（内閣府「消費動向調査」）

（海外経済は減速しており、輸出の伸びはいったん鈍る公算大）

一方、足元で海外経済が減速していることや、円高傾向が強まっていることなどにより、輸出については、この先景気けん引力がいったん弱まる公算が大きい。

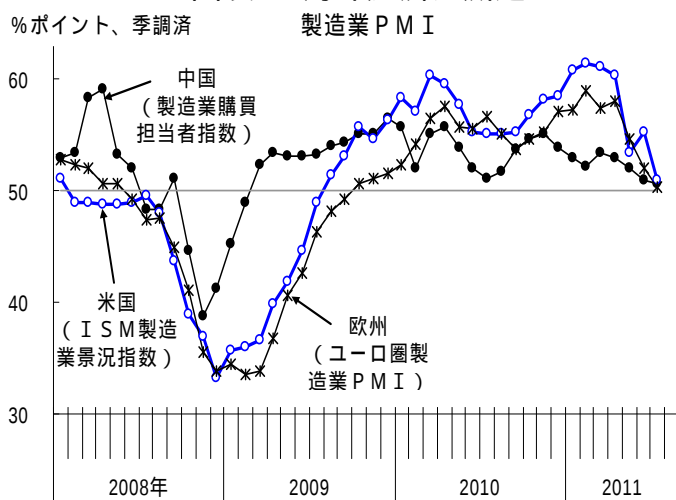
まず、海外の製造業PMIをみると、今年2～3月頃をピークに低下基調に転じており、直近の数値は景気拡大と後退の分岐点とされる50に近づいている（図表10）。さらに足元では米国債の格下げをきっかけとした市場の混乱の影響により海外経済の先行き不透明感が一段と強まっている。輸出の先行指標とされる機械受注（外

需)をみても、6月が前月比-5.9%と4か月連続で減少し、7～9月期見通しも前期比-4.8%と落ち込んでおり、この先海外需要は弱含む可能性がある。

また今後、円相場が高値圏で推移すると予想されることも輸出の下押し要因である。足元の対ドル円レートは3月17日に記録した過去最高値(1ドル=76.25円)に迫る水準となっており、昨年度平均(同85.7円)と比べると、10円程度の円高水準である。マクロモデルによる試算に基づけば、対ドル円レートが昨年度並みに推移する場合に比べて、今後10円円高で推移すると、2011年度の実質輸出には2.5%ポイントの下押し圧力が加わることになる(図表11)。

前述のとおり、供給制約の緩和とともに輸出は回復の動きが続いており7～9月期には震災前の水準を上回ると予想される。しかしながら、供給制約が解消した後は海外需要の弱含みや円高の影響で輸出の伸びはいったん鈍化するとみられる。このため2011年度下期の輸出の伸びは低下すると予想される。ただ、2012年度になると海外経済の成長率が再び高まってくるため、輸出は徐々に増加基調を強めていくだろう。

図表10 海外経済が減速



(注) PMIは購買担当者にアンケートした結果を指数化したもの。50が景気拡大と後退の分岐点の目安とされる。

(米供給管理協会、中国物流購買連合会、Markit)

図表11 円高の景気下押し圧力(試算値)

	2011年度		2012年度	
	上期	下期	上期	下期
実質GDP	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.0	▲ 0.9
実質輸出	▲ 2.5	▲ 2.7	▲ 4.8	▲ 2.0
実質設備投資	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 2.6
経常利益	▲ 3.4	▲ 3.4	▲ 6.3	▲ 5.0
鉱工業生産	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 3.1	▲ 2.2

(注)単位は年度が前年比%ポイント、上・下期が前期比年率換算%ポイント。2011年4～6月期以降の為替レートについて、2010年度平均程度の1ドル=85円が続いた場合と、それに比べて10円の円高水準である1ドル=75円が続いた場合(ただし、2011年4～6月期は実績値の81.6円)において、2011年4～6月期以降の実質GDP(国内総生産)などの伸び率をマクロモデルにより試算し、その伸び率の差異を示した。

(7～9月期は大幅なプラス成長に転じるものの、その後は輸出鈍化により成長率が低下)

以上を踏まえた上で、2011年度のわが国経済を予測すると、7～9月期は、個人消費が消費マインドの持ち直しに加えて、震災後の消費急減の影響で7～9月期へのゲタ(発射台)が高くなっていることもあり、はっきりとした増加に転じると予想される(図表12)。輸出についても、生産設備の復旧に伴う供給力の回復を受けて4～6月期の水準を大きく上回るだろう。また、設備投資も復興投資に加えて、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。一方、公共部門でも、2011年度第1次、2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。こうしたことからわが国経済は大幅なプラス成長に転じると予測される(図表13)。

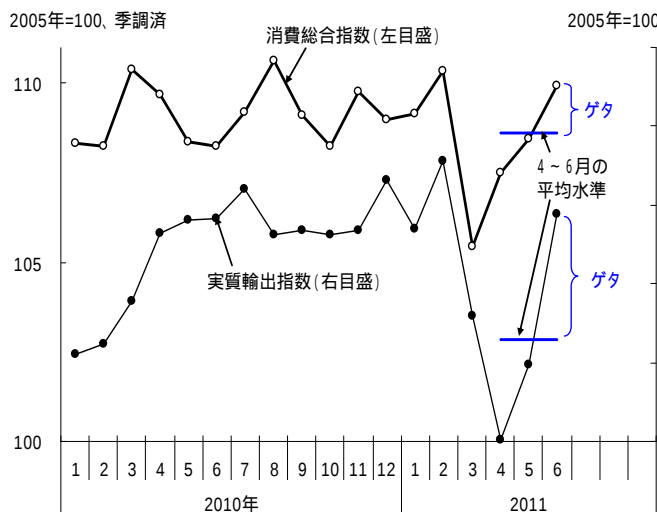
2011年度後半についても、復興投資の拡大により公共投資や設備投資の増加が続くとみられる。サプライチェーンの回復や電力需給の緩和も景気回復に寄与するだろう(注)。ただ、海外経済の減速や円高の影響で輸出の伸びが鈍るため、輸出企業を中心に設備投資に対して慎重な動きが現れることが予想される。震災前の水準を

取り戻した個人消費についても増勢が鈍化すると予想される。こうしたことから、年度後半のわが国経済はプラス成長が続くものの、7～9月期に比べると、成長率が低下すると見込んだ。

この結果、2011年度の実質GDPについては前年比+0.3%と小幅ながらもプラス成長を維持すると予測した。

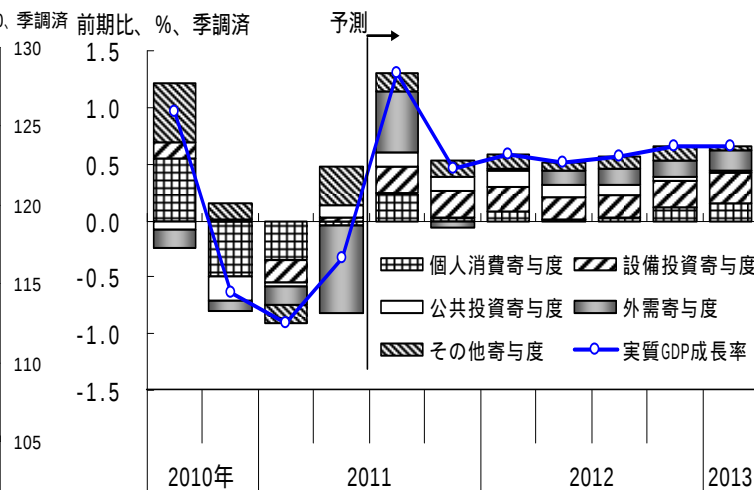
(注) 今回の予測では、定期検査終了後に再稼動できない原発が来夏までには再び稼動し、原発停止に伴う発電コスト上昇分の電力料金への転嫁も限定的との前提で予測を行った。次頁の参考を参照。

図表12 7～9月期はゲタ（発射台）が高い



(内閣府「消費総合指数」、日本銀行「実質輸出入」より作成)

図表13 10～12月期以降の成長率は低下



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

(2012年度は回復テンポが次第に高まる見込み)

2012年度についても、年度前半には復興投資の景気押し上げが期待される。また、海外経済の成長率が次第に上昇傾向に転じてくることから輸出も上向き始めるだろう。ただし、復興投資関連の設備投資や公共投資の限界的な増加ペースは徐々に低下してくるとみられる。また、個人消費についても子ども手当の見直しの影響などでいったん回復の動きが弱まることが予想される。こうしたことから、2012年度前半については、わが国経済はプラス成長が続くものの、全体としては成長率が高まりにくい状況になると見込んだ。

年度後半になると、復興投資の水準が既に高いこともあり、復興関連の公共投資や設備投資の増加ペースが一段と低下するだろう。一方で海外経済の持ち直しを受けて、輸出の景気けん引力は次第に高まってくるだろう。このため、生産や雇用・所得情勢の回復の動きが徐々に強まってくると予想される。こうしたことから設備投資や個人消費も次第に増勢を回復してくると見込んだ。

以上から、2012年度の実質GDP成長率は前年比+2.5%と、2000年度(同+2.6%)以来の高い伸びになると予測した。

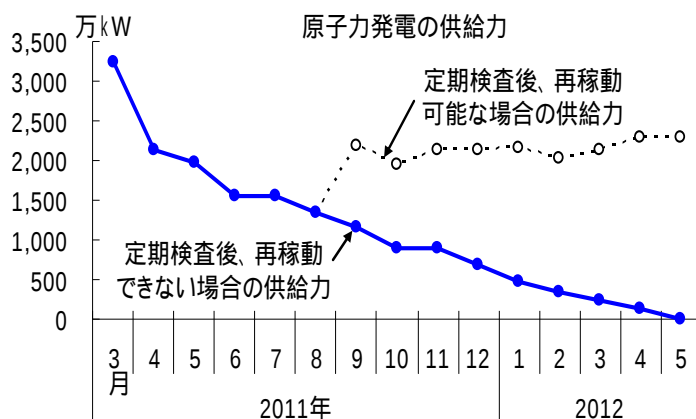
参考：原発稼働停止と今後の景気下振れリスク

今回の予測では、定期検査終了後に再稼働できない原発が来夏までには再び稼働し、原発停止に伴う発電コスト上昇分の電力料金への転嫁も限定的との前提で予測を行った。しかし、今のところ検査後の原発に再稼働の目処は立っておらず、今後の原発の稼働動向次第では景気に対して以下の様な下振れリスクが生じる恐れがある。

原発全面停止に伴う電力需給逼迫のリスク

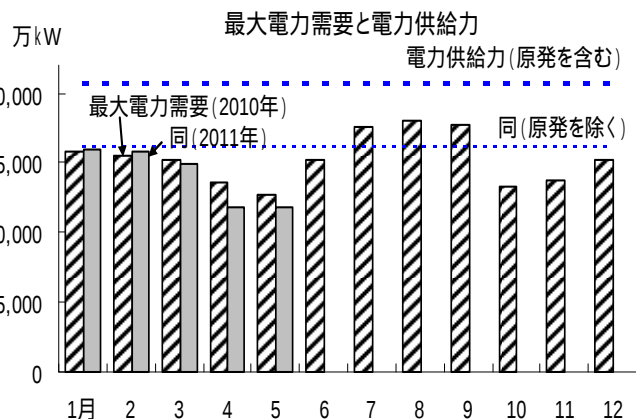
足元の原発の稼働状況をみると、稼働中の原発は全原発の4分の1程度にとどまっており、この先も順次定期検査入りする予定となっている。このため今後も原発が再稼働できない場合には来年5月には全ての原発の稼働が停止することになる（図表14）。2010年の月別の最大電力需要実績をみると、冷房需要が拡大する夏場の需要は原発を除いた電力供給力を10%以上上回っており（図表15）、これに基づけば来夏には電力需給が大幅に逼迫する可能性がある。もっとも、足元の電力需要動向をみると、東京電力管内の最大電力需要は電力の使用制限が始まった7月以降では4,891万kW（8月10日14～15時）と昨夏の最大需要（5,999万kW）を2割程度下回っている。このように節電が行われるなかで、企業や家計は操業の休日シフトや空調温度の引き上げなどを通じて様々な制約を受けているものの、景気に対するマイナスの影響はほとんどみられていない様子である。こうした点を踏まえれば、原発の再稼働が来夏も困難となった場合には、今年以上の節電が全国的に求められることになる公算が大きいものの、電力供給力不足を原因とした実質GDP成長率の押し下げは限定的になると考えられる。

図表14 来年5月には全原発停止の可能性



（注）稼働中の各原発が直前の定期検査終了から13か月後に再び定期検査に入る、定期検査期間は3か月（公表があれば公表期間）、東日本太平洋側の原発は再稼働しない、などを前提として試算した。
（各電力会社HPなどをもとに浜銀総合研究所作成）

図表15 原発なしでは夏場の電力が逼迫



（注）電力供給力は認可最大出力（2011年5月）で、発電所がフル稼働した場合の発電能力。実際には故障や点検などによりフル稼働は困難で、また、需給の変動に備えてある程度の発電余力を確保しておくことが望まれている。
（資源エネルギー庁「電力調査統計」より作成）

原発停止に伴う電力コスト上昇のリスク

原発の稼働停止に伴う電力コストの上昇も懸念される。経済産業省によると、原発が全面的に停止し火力発電で全てを代替すると1年間で3兆円の追加的な燃料コストが発生し（注1）、これを電気料金に全て転嫁すると約2割程度の引き上げになる。電気料金が2割上昇した場合の景気への影響を試算すると、家計部門では、電気料金の引き上げにより家計の負担が1兆円程度増加することで個人消費が

0.1%程度押し下げられる。一方、企業部門では、キャッシュ・フローの減少を通じて設備投資が1.6%程度下押しされる。この個人消費と設備投資の押し下げをあわせると、GDPには0.3%程度の下押し圧力が加わると試算される（注2）。

また、産業連関表で業種別に電力コスト高の影響を試算すると、特定の業種では大きな影響を受ける結果となる。電力料金が2割上昇した場合の営業余剰は、電子部品（▲47.3%ポイント）やプラスチック製品（▲31.4%ポイント）、化学基礎製品（▲23.7%ポイント）などで大きく押し下げられる（図表16）。電力消費が多い業種のなかでも、特に、利益率が低くコスト吸収余力の乏しい電子部品などの業種では厳しい影響を受けることになる。

（注1）経済産業省資料「エネルギー政策見直しの基本的視点（2011年6月7日）」

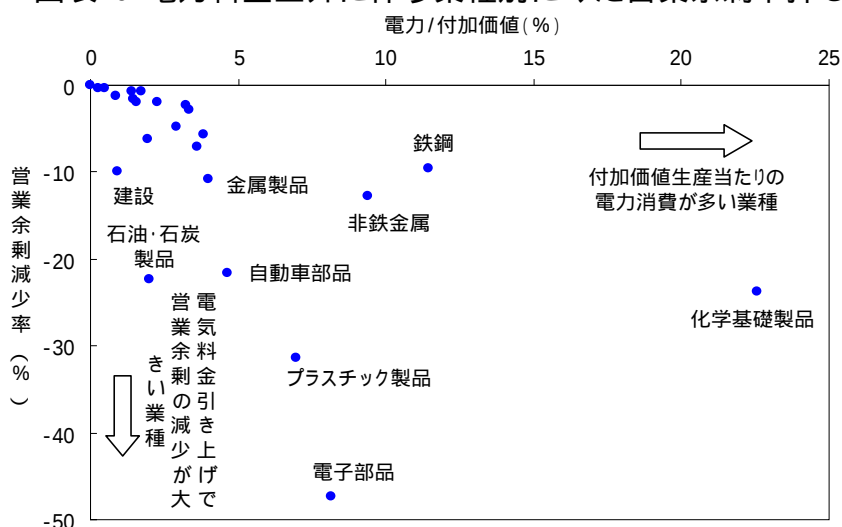
（注2）ここでは、可処分所得減少による個人消費への影響、キャッシュ・フローの減少による設備投資への影響のみを試算している。実際には、個人消費や設備投資の減少に伴う二次的な押し下げ効果も見込まれるため、GDPには0.3%以上の下押し圧力が加わる可能性が高い。

長期的には製造業の海外移転を促進し、成長率を下押しする可能性も

上記を踏まえると、原発の全面的な稼働停止による影響は、特定業種の業績を大きく圧迫するとみられるが、短期的な経済全体への影響はそれほど大きくないと予想される。ただし、原発停止が長期化すれば、製造業のなかでも電力消費の多い業種を中心に、電力コストの安い海外へ生産拠点を移転する動きが加速していく可能性がある。また、足元の円高傾向の定着や法人実効税率の高さなどを踏まえると、電力供給制約や電力コスト高をきっかけとして製造業全体で生産拠点の海外移転が進む恐れもある。こうした場合には、国内の投資が縮小し、雇用機会が失われることで、わが国の成長率が長期的に下押しされる可能性がある。

原発の再稼働は世論の分かれる難しい問題となっているが、先行き原発への依存を低下させる場合には、省電力社会を実現するとともに代替エネルギーの技術開発を進めることや、製造業の海外移転に備えて今後の経済成長を支える産業を育成することなどが求められることになる。

図表16 電力料金上昇に伴う業種別にみた営業余剰下押し率



（注）縦軸は電力の中間投入が2割増加した場合の営業余剰の減少率を示した。なお、利益率の低い（付加価値に占める営業余剰の比率が小さい）業種では営業余剰の減少率が大きくなる傾向がある。横軸は付加価値に対する電力の中間投入の比率を示した。なお、自家発電などにより電力需要をまかなっている業種では実際の電力使用比率よりもこの比率が低くなることに注意が必要。延長産業連関表(53部門)において国内生産額が10兆円以上の業種（電力、公務、教育・研究を除く）で作表した。
（経済産業省「2008年延長産業連関表」より浜銀総合研究所作成）

2. 予測の前提となる海外経済の見通し (米国経済は緩やかな回復が続く)

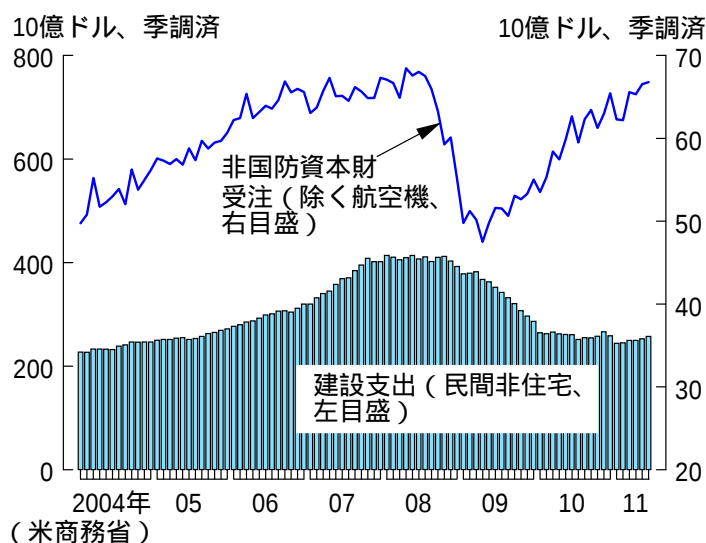
米国の2011年4～6月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+1.3%と低い伸びにとどまった。1～3月期が同+0.4%に下方修正された点(改定前は同+1.9%)も踏まえると、米国景気は今年に入って想定以上に回復ペースが鈍化していたといえよう。

需要項目別にみると、個人消費の減速が目立つ。4～6月期の個人消費は自動車など耐久財消費の落ち込みによって同+0.1%と2009年4～6月期以来の低い伸びとなった。雇用情勢の回復が鈍いことに加えて、ガソリン価格の上昇などが影響したとみられる。また、政府支出も同-1.1%と3四半期連続で減少し、GDP成長率を押し下げた。特に州・自治体の支出が同-3.4%と大幅に落ち込んだ。一方、4～6月期の設備投資は同+6.3%と、前期(同+2.1%)から増勢が強まった。投資の内訳をみると、前期に大きく落ち込んだ構築物への投資が同+8.1%と増加に転じるとともに、設備機器・ソフトウェアへの投資が同+5.7%と8四半期連続で増加した。また輸出も同+6.0%と8四半期連続で増加しており、引き続きGDP成長率を押し上げた。

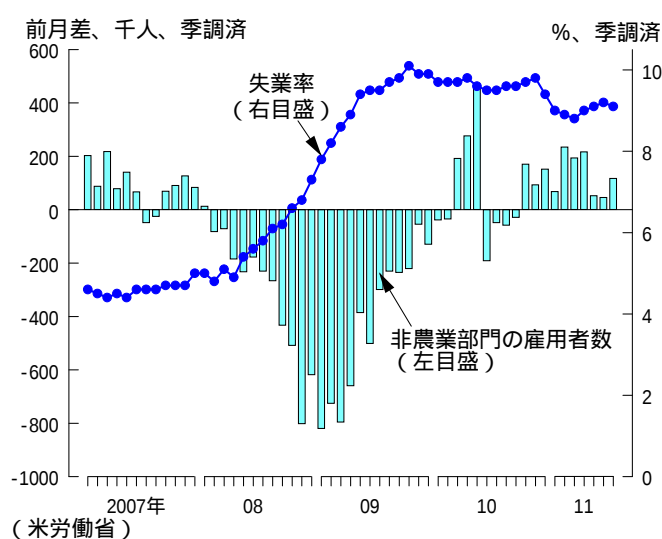
今後についても、米国景気は緩やかな回復が続くと見込まれる。まず企業部門では、東日本大震災に伴うサプライチェーン(供給網)障害の影響が和らぐにつれて、自動車を中心に生産活動の持ち直しが明確化しよう。また、機械投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)をみると、6月は前月比+0.4%と2か月連続で増加しており(図表17)、四半期ベースでは4～6月期が前期比+4.5%と1～3月期(同+0.5%)から伸びが加速している。商業用不動産が依然として低迷しているため、建設投資の回復に多くを期待することは難しいものの、設備投資は機械投資を中心に今後も底堅く推移すると見込まれる。輸出に関しては、新興国の需要拡大と既往のドル安を背景に、増加基調を維持するとみられる。

一方、家計部門では、7月の非農業部門雇用者数が前月比11.7万人増と前月(同4.6万人増)から増加幅が拡大するなど、雇用情勢には持ち直しの動きが現れている(図表18)。また、ガソリン価格は一時に比べて水準を切り下げており、先行き

図表17 資本財受注は増加基調で推移



図表18 雇用情勢に持ち直しの動き



は個人消費への下押し圧力も弱まっていこう。足元で株式相場が調整色を強めているため、この点が家計マインドの悪化につながるものが懸念されるものの、今後、個人消費は緩やかに回復していく公算が大きいと見込まれる。

他方、住宅投資は当面弱い動きが続くと予想される。住宅投資の先行指標となる住宅販売件数をみると、6月には新築物件が前月比-1.0%、中古物件が同-0.8%といずれも減少しており、また販売件数の水準も依然として低い。住宅価格が底ばい状態にあることも勘案すると、住宅市場の回復にはなお多くの時間を要しよう。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も、引き続き景気の下押し要因になるとみられる。

以上から、2011年後半の米国経済は実質ベースで年率2%前後での緩やかな成長にとどまると見込まれる。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の回復力が徐々に強まり、下期には成長率も2%台後半に高まっていくと予想される。米国の実質GDP成長率を2011年が+1.7%、2012年が+2.4%と予測した。

なお、米国の金融政策については、当社の予測期間中(2012年3月まで)、緩和的な政策が続くと見込んだ。FRB(米連邦準備理事会)は今年9日のFOMC(公開市場委員会)声明で、実質的なゼロ金利政策を「少なくとも2013年半ばごろまで」維持する方針を示した(図表19)。声明では米景気について「経済成長はこれまでのところ予想していたより著しく緩慢である」と景気判断を下方修正しており、FRBは最近の金融市場の混乱なども踏まえて、金融緩和の強化に踏み切ったとみられる。足元2011年6月のコア消費者物価指数(変動の激しい食品とエネルギーを除く総合)が前年比+1.6%と2010年10月(同+0.6%)を底に徐々に上向いていることや、今回の措置に対してFOMC内部で反対意見があったことなどを勘案すると、FRBが早期に量的緩和3弾(QE3)を導入する可能性は低いとみられる。ただ、オバマ政権が財政赤字の削減を進めるなか、大規模な財政政策を打ち出せない状況下では、先行きFRBに対して一段の金融緩和を求める声が高まる可能性は十分にある。

図表19 FOMC声明(2011年8月9日)

景気判断	今年に入ってから経済成長はこれまでのところ、委員会が予想していたより著しく緩慢。 労働市場全般の状態は最近数カ月で悪化し、失業率は上昇した。家計支出の伸びは横ばいになり、非住宅部門の建築投資はいまだ低迷、住宅部門は引き続き低く落ち込んだ水準にある。
物価判断	物価は今年はじめに上昇したが、一部の商品や輸入品の価格上昇や、最近の供給網の混乱が主な要因。より最近では、エネルギー価格や一部の商品価格がピーク時よりも下がったため、物価上昇は穏やかになっている。 失業率はFOMCがその使命に照らして整合的だと判断する水準には、徐々にしか下がっていないだろうと予想する。加えて、先行きの景気が下振れするリスクは高まった。
金融政策	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。経済全体の稼働率が低く、物価も落ち着き、中期的なインフレ見通しも安定しているという経済情勢が続くと予想していることを踏まえ、FF金利は少なくとも2013年半ばごろまで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。 既の実施している保有証券の元本償還金を再投資する政策も維持する。景気回復をてこ入れするために利用できる様々な政策ツールを協議した。今後も最新の情報に鑑み、こうしたツールを適切に導入する用意がある。

(FRB 資料より作成)

(ユーロ圏景気は徐々に減速基調を強める見通し)

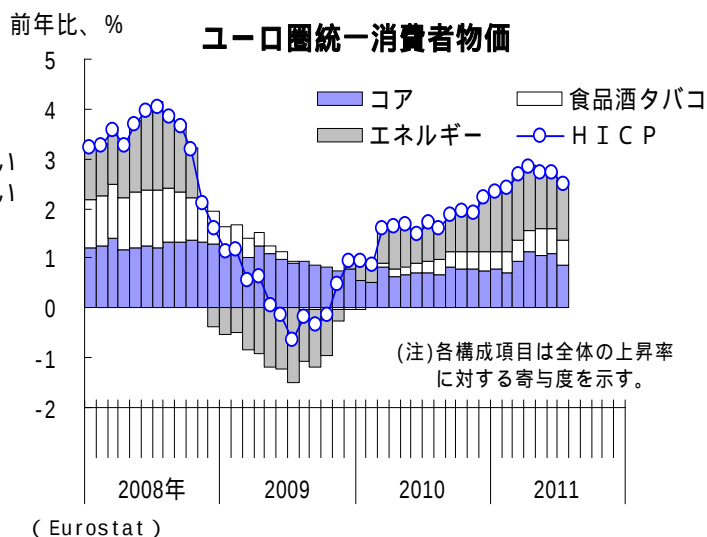
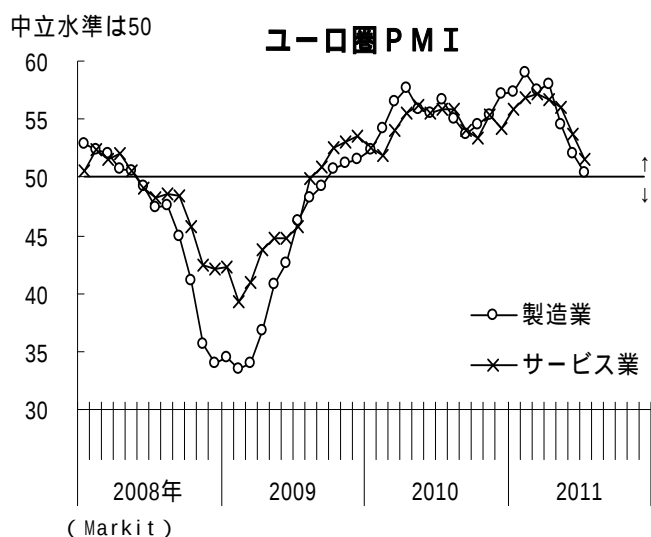
2011年4～6月期のユーロ圏の実質GDP(域内総生産、速報値)は前期比+0.2%と1～3月期(同+0.8%)から大幅に減速した。国別に成長率をみていくと、これまでユーロ圏の景気をけん引してきたドイツが同+0.1%と、前期(同+1.3%)から大幅に鈍化した。またフランスも同横ばいと、前期(同+0.9%)から失速した。一方、需要項目別にみていくと、まず同期のユーロ圏の名目輸出が同+0.3%と前期(同+5.5%)から伸び幅が大きく縮小していることから、域外需要の押し上げ効果のはく落が、景気の主な減速要因になったと推察される。加えて、4～6月期平均の小売売上高も同-0.3%と前期(同-0.2%)に続いてマイナスとなったことから、個人消費も低迷が続いていると判断される。

直近のデータを確認すると、まず企業部門では、先行きの生産に減速の兆しが窺える。7月のユーロ圏製造業PMI(購買担当者景気指数)は50.4と、引き続き中立水準である50を上回っているものの、3か月連続で低下しており、景況感の改善基調が弱まっている(図表20)。また同月のサービス業PMIも51.6と4か月連続で低下するなど、非製造業の増勢にも徐々に陰りがみられている。また家計部門をみても、6月の失業率が9.9%と4か月連続で横ばいとなるなど、雇用・賃金情勢の回復の遅れが顕著である。信用不安に伴い悪化する金融環境も消費者の態度を一段と慎重にさせているとみられることなどから、先行きの個人消費もまた冴えない展開が続くと考えられる。

こうしたなかで物価の高止まりが続いている。7月の統一消費者物価指数は前年比+2.5%と、8か月連続で欧州中央銀行(ECB)が定める物価目標(2%以下)を上回る事態が続いている(図表21)。構成項目別に全体の上昇率に対する寄与度をみると、年初来、急騰する資源価格を反映した燃料価格による押し上げが顕著であったが、春先以降はコア物価(食品酒タバコなど変動が激しいものを除いた物価)の寄与度も拡大している。こうしたことから、ECBが懸念する物価の「二次的波及(燃料価格の上昇がコア物価に波及する事態)」が徐々に強まっていると推察される。後述する信用不安問題のなかでECBは追加利上げに慎重にならざるを得ないとみられるが、基本的には依然緩和的な金融政策の修正に努めるというスタンスに変更はなく、2012年の末までに2～3回程度の利上げが実施されると予想する。

図表20 先行きの生産鈍化を示唆する企業の景況感

図表21 二次的波及が強まりつつある消費者物価



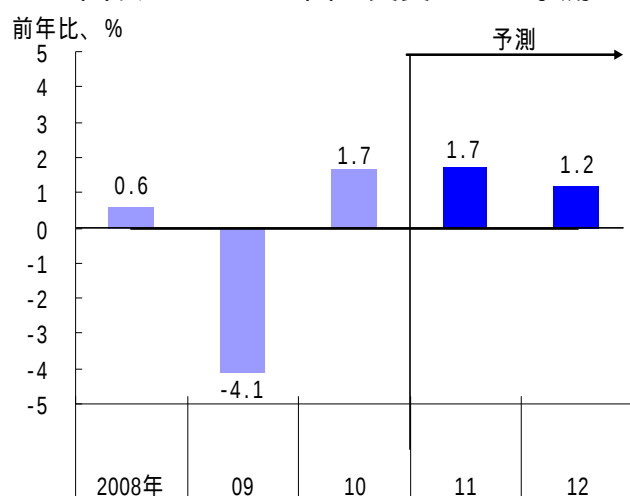
以上を踏まえて先行きの景気を見通すと、2011年後半のユーロ圏経済は、景気回復ペースが徐々に鈍化する見込みである。これまでユーロ圏経済の回復をけん引してきた輸出が、中国やインドなどの新興国景気の緩やかな減速などを受けて、次第に増勢を弱めよう。他方で内需をみると、まず設備投資が、輸出の減速やECBによる金融緩和策の修正などを受けて、徐々に鈍化すると考えられる。また公共投資や政府支出も、財政再建が急務となるなかで縮減を余儀なくされるだろう。さらに個人消費も、生産鈍化や財政緊縮に伴う雇用・賃金情勢改善の遅れ、ないしは悪化を受けて、厳しい状況が続くと予想される。2011年通年の実質GDP成長率は+1.7%と予測する（図表22）。

続く2012年については、景気は減速ペースを強めると考えられる。財政再建圧力の強まりを受けて、一段の縮小を余儀なくされる政府支出や公共投資が、景気全体の回復の重荷になるとみられる。この流れは、増税や公務員給与・年金給付の縮減などを通じて、個人消費の増勢を下押しするだろう。他方で輸出は、金融引き締めの影響などから緩やかな景気減速が続くと見込まれる新興国向けについては、若干力強さを欠くだろうが、その一方で年末にかけて徐々に成長率が高まる米国向けを中心に、次第に増勢を強め、景気を下支えすると考えられる。また設備投資も、輸出の展開に応じて緩やかなペースで拡大し、景気を下支えするものと予想される。2012年通年の実質GDP成長率は+1.2%と予測する。

もっとも、景気を下押しするリスクとして、信用不安の一段の悪化には注意を要する。

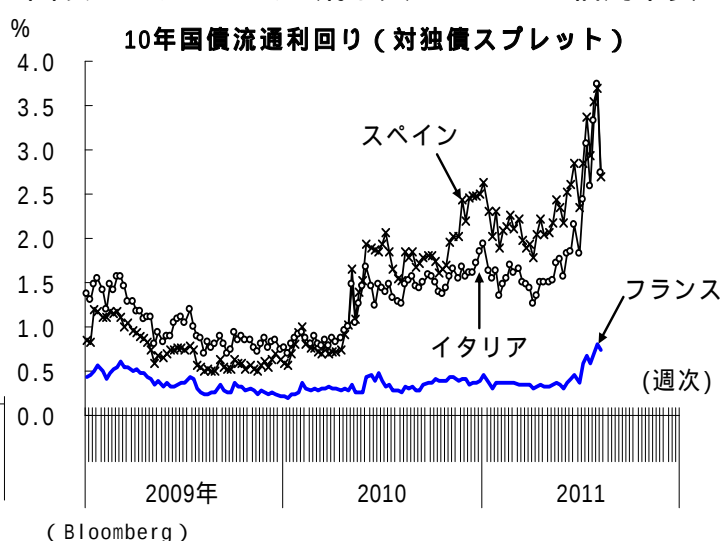
足元の動きを振り返ると、6月から7月初旬にかけては、ギリシャ向け第二次支援策を巡る混乱が発生した。また7月中旬以降は、金融機関の財務体質の悪化などを嫌気するかたちで、イタリアの長期金利が高騰した。こうしたなか政策当局は、市場の不安心理を鎮めるために、欧州金融安定基金（EFSF）の機能強化やECBによるイタリアやスペインの国債購入など、支援スキームの拡充に努めてきた。そうした流れを受けて市場の不安心理は一時的に後退する局面もあったが、8月上旬には米S&Pによる米国債の格下げを受けて再び市場のセンチメントが悪化し、救済を施す側であるフランスの金利が上昇するなど、欧州の信用問題は内外の不確定要因に大きく左右される展開が続いている（図表23）。

図表22 ユーロ圏の実質GDP予測



（実績値はEurostat、予測は浜銀総研）

図表23 フランスに飛び火しつつある信用不安



仮に信用不安が一段と高まれば、多額の国債を保有する機関投資家のリスク回避姿勢が強まり、金利が一層高騰するだろう。公的需要や域外需要に多くを期待出来ないなかで、金利の一段高は、設備投資や個人消費といった国内需要の重荷となつて、景気を腰折れさせる危険性がある。

（中国経済は年末にかけて緩やかに減速する見込み）

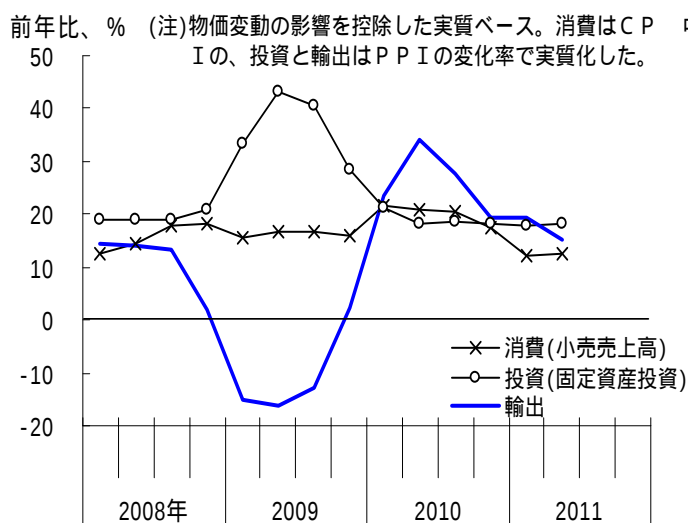
2011年4～6月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+9.5%と、1～3月期（同+9.7%）に続く高成長となった。需要項目別には、まず消費（小売売上高）が実質ベースで同+12.5%と堅調であった（図表24）。また固定資産投資も同+18.4%と、前期（同+18.0%）同様高水準となった。このように内需が景気を下支えしたとみられる一方で、輸出が同+15.1%と前期（同+19.4%）から伸びが縮小しており、景気を下押ししたと考えられる。欧米景気の減速が、中国の輸出の鈍化につながった模様である。

直近の月次指標をみると、先行きの中国景気は緩やかに減速する可能性が高い。鉱工業生産の先行指標である製造業PMI（購買担当者景気指数）をみると、7月は50.7と、4か月連続で改善度合いを弱めている（図表25）。構成項目別に内訳をみると、生産と輸出受注に陰りがみえている。このことは、欧米の財政問題などを受けて不透明感を強める世界経済が、引き続き中国の輸出の下押し圧力となり、製造業の増勢を鈍化させ、景気を減速させる可能性を示唆している。

こうしたなか物価をみると、7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+6.5%と、3か月連続で伸びが加速している（図表26）。豚肉に代表される食品価格の高騰がCPI全体の伸びを押し上げる一方、非食品価格も高止まりが続いている。もっとも、一昨年来の金融引き締めの影響が出てくるとみられることに加えて、後述のように公的需要の縮小が見込まれること、資源価格の上昇に歯止めがかかりつつあることなどを受けて、物価は年末にかけて徐々に騰勢を弱めると予想される。中国人民銀行（中央銀行）は、今後も金融政策スタンスを引き締め方向に維持するとみられるが、欧米の財政問題などを受けて世界経済が不透明さを強めるなかでは、先行きの一段の利上げには慎重にならざるをえないと考えられる。

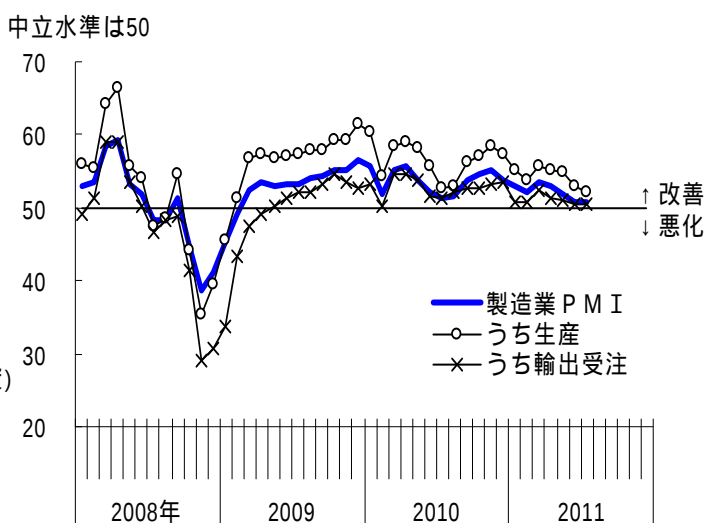
以上の状況を踏まえて先行きの景気を見通すと、2011年後半の中国景気は、緩や

図表24 需要別には輸出の減速が目立つ



（中国国家统计局資料より作成）

図表25 生産の増勢は先行き減速する見通し



（中国物流購買連合会）

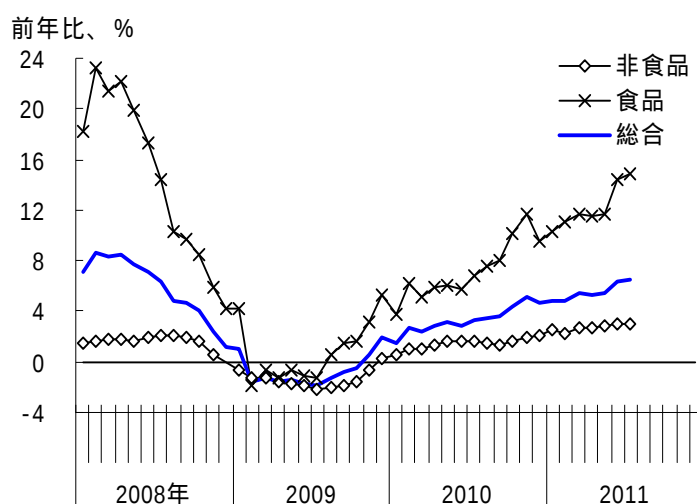
かなペースで減速すると考えられる。減速感を強める世界経済を映じて、輸出の増勢は今後も鈍化基調で推移するだろう。また固定資産投資の伸びも、金融当局による引き締め気味の金融政策や財政当局による投資促進策の終了などを通じて、徐々に鈍化すると考えられる。これらが景気全体の下押し要因になると予想される一方で、旺盛な消費意欲を映じて、堅調な成長を維持するとみられる個人消費が、景気全体を下支えしよう。2011年通年の実質GDP成長率は+9.5%と予測する(図表27)。

続く2012年の中国経済は、高成長を維持するものの、成長率そのものは若干低下すると考えられる。それまでの金融引き締めや財政資金の縮減を受けて一段の鈍化が見込まれる固定資産投資が、経済全体の成長率の減速を促すことになるだろう。他方で個人消費が、引き続き旺盛な消費意欲を映じて堅調な伸びを維持すると考えられる。また輸出も、米国景気の増勢が次第に強まるとみられることなどに応じて、次第に加速して、景気全体を下支えしよう。2012年通年の実質GDP成長率は+9.2%と予測する。

ところで、これまでの相次ぐ利上げに伴う新興国の景気減速や、財政問題に端を発した欧米の金融・通貨不安など、足元では世界経済の不透明感が強まっている。こうした事態を受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まっており、世界の金融市場は本格的な調整局面を迎えている

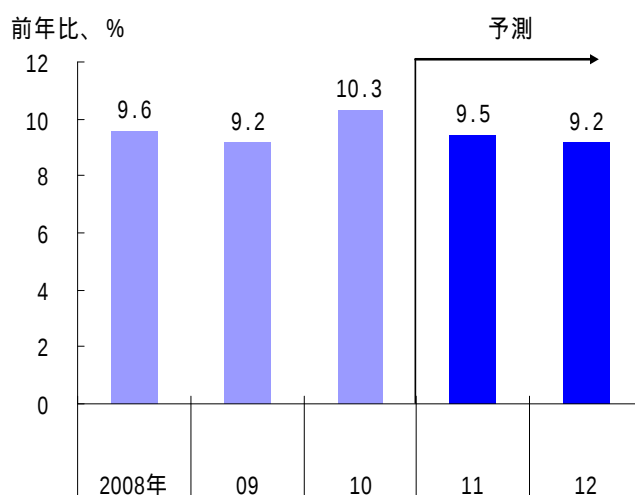
仮に株式市場などの調整が長期化すれば、逆資産効果などを通じて欧米など主要国の個人消費が冷え込み、中国の輸出を大きく下押しする可能性が高くなる。そうした状況に陥った場合、中国当局は景気の腰折れを防ぐために、これまでの金融引き締め策から一転して、利下げや財政による景気刺激策を実施することになると考えられる。ただインフラや住宅などに対する過剰投資が指摘されるなかで、公共事業など固定資産投資の成長を促すような景気対策に踏み込むことは困難であろう。第12次5か年計画などにおいて中長期的な政策課題として個人消費主導型の経済成長モデルへの転換を打ち出していることもあり、減税や補助金などの消費刺激策が、景気対策の中心になると予想される。

図表26 消費者物価は依然強含み



(中国物流購買連合会)

図表27 中国の実質GDP予測



(実績値は中国国家统计局、予測は浜銀総研)

図表28 2011・2012年度のわが国経済の見通し（2011年8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 見通し	上 期		2012年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	85.7	79.8	80.0	79.5	83.5	82.5	84.5
米国実質GDP(暦年)	3.0	1.7	[1.1]	[1.8]	2.4	[2.4]	[2.8]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.7	1.7	[2.2]	[0.5]	1.2	[1.4]	[1.6]
中国実質GDP(暦年)	10.3	9.5	9.6	9.3	9.2	9.0	9.4

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	上 期		2012年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	2.3	0.3	[▲ 0.1]	[1.4]	2.5	[1.1]	[1.3]
個人消費	0.8	▲ 0.4	[▲ 0.2]	[0.3]	0.5	[0.1]	[0.4]
住宅投資	▲ 0.3	2.0	[▲ 1.0]	[2.1]	4.2	[2.1]	[2.3]
設備投資	4.2	2.3	[0.4]	[3.3]	6.2	[3.0]	[3.1]
政府消費	2.2	2.0	[1.2]	[0.6]	0.7	[0.3]	[0.1]
公共投資	▲ 10.0	5.7	[4.2]	[7.6]	9.7	[5.5]	[2.4]
輸 出	17.0	▲ 0.8	[▲ 2.2]	[3.7]	7.0	[2.9]	[3.8]
輸 入	11.0	4.6	[2.1]	[3.2]	5.2	[2.3]	[2.6]
寄与度							
国内需要	1.4	0.9	[0.4]	[1.2]	2.0	[0.9]	[1.0]
民間需要	1.4	0.3	[0.1]	[0.8]	1.5	[0.6]	[0.8]
公的需要	▲ 0.0	0.5	[0.4]	[0.4]	0.5	[0.3]	[0.1]
海外需要	0.9	▲ 0.6	[▲ 0.6]	[0.2]	0.5	[0.2]	[0.3]
名 目 G D P	0.4	▲ 1.2	[▲ 1.4]	[1.7]	2.0	[0.7]	[1.0]
新設住宅着工戸数(万戸)	81.9	83.5	41.9	41.6	89.0	44.4	44.6
(前年比増減率、%)	5.6	2.0	2.7	1.3	6.6	6.0	7.1
鉱工業生産	8.9	▲ 0.1	[▲ 1.6]	[4.6]	6.3	[2.1]	[3.7]
国内企業物価	0.7	1.8	2.2	1.4	1.2	1.1	1.4
消費者物価	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
完全失業率(%)	5.0	4.6	4.6	4.6	4.4	4.5	4.2

（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。