



(株)農林中金総合研究所

2011年5月23日

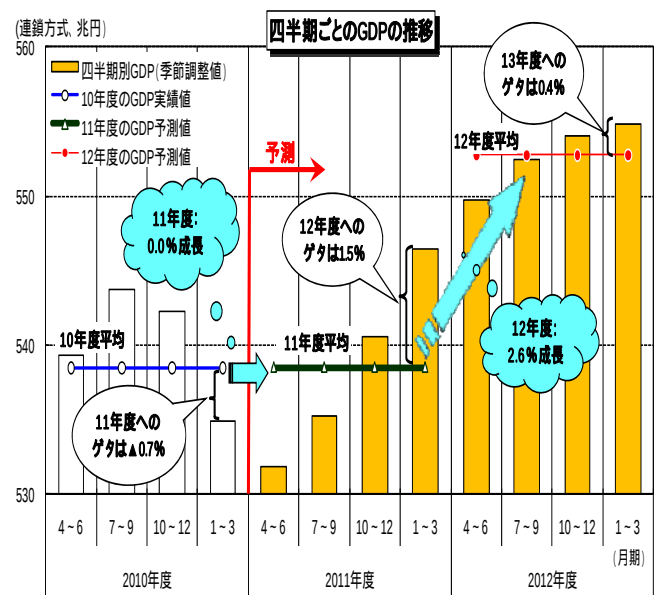
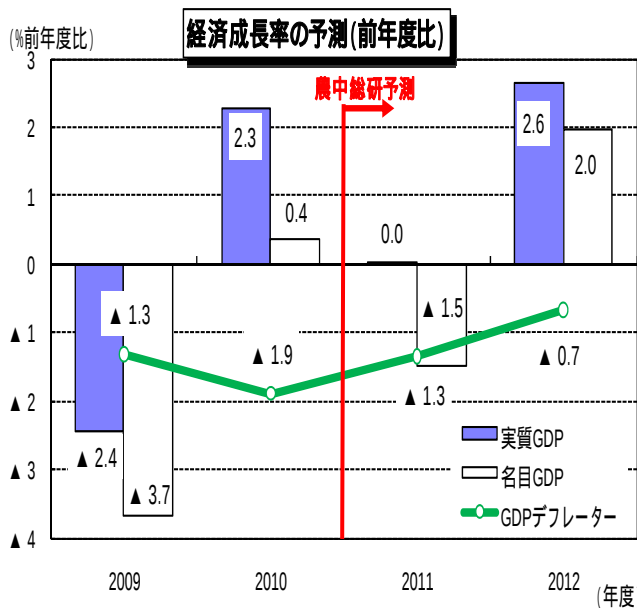
2011～12年度改訂経済見通し

大震災による後遺症で、11年度上期の国内景気は停滞

～11年度:0.0%、12年度:2.6%と予測～

東日本大震災の発生により、日本経済は甚大な被害を被っており、景気は再び悪化した。時間の経過や復旧の進捗等に伴い、需要水準は徐々に戻りつつあるが、4～6月期もマイナス成長は不可避であろう。7～9月期以降はプラス成長に戻るものの、サプライチェーンの大規模な寸断、夏場の電力不足に伴う節電努力、さらには本格的な復興支出を盛り込む補正予算編成の後ズレなどを踏まえると、年度上期中の国内景気は停滞気味に推移する可能性が高く、復興需要による景気回復は年度下期以降となるだろう。

大震災発生以降、日本銀行は潤沢な資金供給を続けるとともに、「包括緩和策」の柱である資産買入基金の増額を決定するなど、一段の緩和に踏み切ったが、今後とも国内景気の低迷や大型補正編成に伴う国債の大量増発への対応策として、資産買入基金のさらなる積み増しを通じた国債買入れ額の増額を検討することになるだろう。



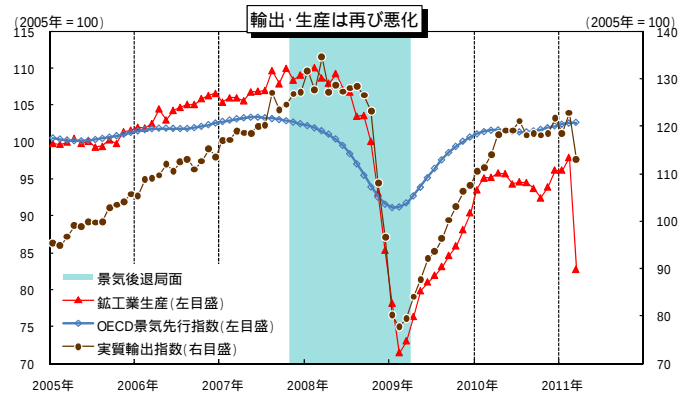


1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 大震災の発生で未実現に終わった景気足踏みからの脱却

3月11日に発生した東日本大震災(観測史上最大となった巨大地震とその直後の大津波による災害)、さらに東京電力・福島第1原子力発電所における深刻な事故によって、東日本太平洋沿岸部を中心に、国内経済・産業は大打撃を受けている。被災地域が広範囲にわたっており、人的、物的、さらには副次的な影響も含めれば被害総額も膨大なものとなる。まさに戦後最大級の国難に直面していると言ってもいいだろう。

大震災発生前までの国内景気は、欧米など海外経済の持ち直し傾向が再び強まってきたことを受けて、輸出・生産に牽引される格好で、2010年夏から続いてきた足踏み状態からの脱却を模索している最中であつた。しかし、大地震発生後の3月中旬以降は、被災地やその周辺に集積されていた多くの部品メーカーなどが操業停止を余儀なくされ、国内ばかりか海外の完成品メーカーも生産活動に大きな支障が出ている。さらに、それに伴って需要水準も大きく悪化、特に東日本を中心に娯楽目的でのサービス消費などに対する自粛ムードが強まった。また、原発事故に関する風評被害も無視できず、直接的な被害がない西日本においても観光業などには悪影響が及んでいる。

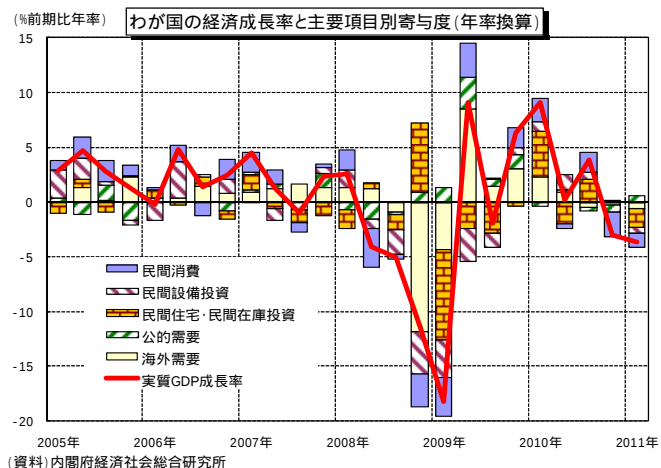


(資料) OECD、内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成 (注) OECD景気先行指数はOECD+5新興国

原発事故は収束までにはかなりの時間がかかると考えられており、当面は地域経済のみならず日本全体に対して多大な影響を及ぼすことになるだろう。すでに世界各国では、日本からの輸出品に対して規制を導入する動きがあるが、今後、様々な面で「日本離れ」、「日本外し」が長期化するリスクもある。また、供給能力の上積みなどにより、状況が好転する見通しが出されているとはいえ、今夏における電力不足問題をどう乗り切るかなど、数多くの課題が山積されている。これらをうまく切り抜けない限り、国内経済の再建はなかなか進まず、停滞が常態化してしまう恐れもあるだろう。

(2) 2四半期連続のマイナス成長となった2011年1～3月期

こうしたなか、5月19日に発表された1～3月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比▲0.9%、同年率換算▲3.7%と、2四半期連続のマイナスとなった。今回のマイナス成長にとって最大の要因となったのは民間在庫投資の大幅減であり、サプライチェーン障害による中間財の調達難や民間の原油備蓄放出などが影響したものと考えられる。そのほか、一部特需も散見されたものの、民間消費が大きく減少したほか、震災前までの景気回復の余熱による輸入増もマイナス成長に寄与する格好となった。なお、前期比成長率(前掲の▲0.9%)に対する内需寄与度は▲



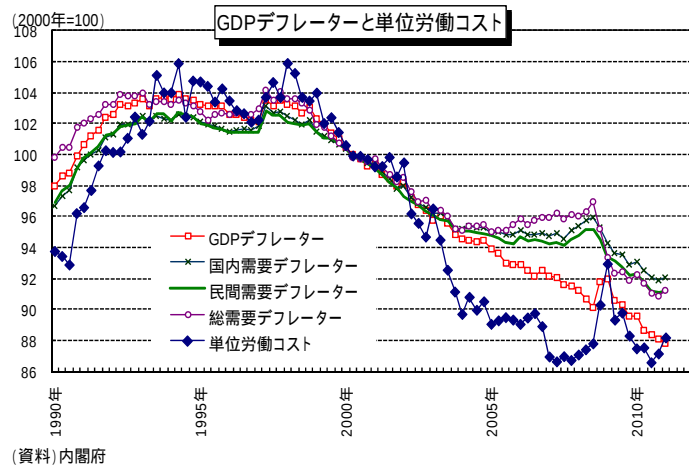
(資料) 内閣府経済社会総合研究所



(株)農林中金総合研究所

0.8%pt(うち、民需が▲0.9%pt、公需が0.1%pt)、外需寄与度は▲0.2%pt(3四半期連続のマイナス)となっている。

また、名目GDPも前期比▲1.3%(同年率▲5.2%)と、2四半期連続のマイナス。一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは、震災後も需給バランスが大きく崩れたままであることを反映して前年比▲1.9%と6四半期連続の下落、かつ10~12月期(同▲1.6%)から下落幅が拡大した。輸入デフレーターが前年比4.0%と上昇傾向を強める一方で、民間住宅、公共投資以外の国内最終需要の各デフレーターは大きなマイナスが続いている。つまりは国内の付加価値生産セクターにおける価格転嫁は不十分であり、交易条件の悪化が企業業績に悪影響を及ぼし始めている。実際、交易損失は約25兆円(実質GDPの4.7%)にも達している。ちなみに、GDPの落ち込みが相対的に大きかったこともあり、注目の単位労働コストは前年比1.4%と6四半期ぶりのプラスとなった。景気悪化時の単位労働コスト上昇は、雇用リストラの強化につながる恐れもある。



なお、10年度の経済成長率としては、2.3%と3年ぶりのプラス成長となった(名目成長率も0.4%と小幅ながらも同じく3年ぶりプラス)。一方、GDPデフレーターは前年比▲1.9%と12年連続のマイナスと、下落率は09年度(同▲1.3%)から拡大するなど、上昇傾向を強める国内企業物価や下落が止まりつつある消費者物価などとは異なる動きを見せている。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災発生後、政府は被災地の復旧・復興を全面的に支援することを表明しているが、基本的には野党もそれに協力する構えを見せている。当然、そうした活動には財政資金の裏付けが必要だが、わが国の財政事情もかなり厳しい状況にあることは周知の事実である。2011年度の一般会計予算(当初ベース)では、92兆円余の歳出規模に対し、デフレ継続とそれに起因する景気の長期低迷により租税収入は40兆円弱しか見込めず、両者の差額のほとんどは国債発行で賄われている。しかし、11年度の日本経済は予算編成時の想定よりも大幅に落ち込むのは必至であり、このままでは歳入欠陥の恐れもある。ちなみに、11年度当初予算に基づけば、12年3月末時点で国債発行残高は668兆円(対名目GDP比率で138.0%)に達する見込みである。

今回の大震災による被害額は巨額で、かつ被災地が広範囲に渡っていることもあり、「復旧」から「復興」に至るまでにある程度の時間がかかると考えられている。そのため、政府・与党は、1995年1月17日に起きた兵庫県南部地震(阪神・淡路大震災)の際と同様、複数回に分けた補正予算編成を行う方針を示しており、野党も概ねそれに同意している。なお、阪神・淡路大震災時には、約5,000億円の災害復旧費などを盛り込んだ94年度第2次補正予算案(総額1兆円余り)は震災後38日後の2月24日に国会に提出され、42日後の28日に成立した。

さて、当面の災害復旧費などを盛り込んだ第1次補正予算(5月2日成立)については、基本的に11年度当初予算を大幅に組み替えることで約4兆円を確保し、国債の追加発行を伴わない形での編成となった。しかし、バラマキ批判が強いとの批判が強い約3.3兆円のマニフェスト予算(子ども手当、高速道路原則無料化、高校授業料の実質無償化など)への切り込みが甘い一方で、将来へのしわ寄せとなる可能性の強い基礎年金の国庫負担率引下げ(1/2から1/3へ)に充てる予定であった約2.5兆円分の「霞が関埋蔵金」を転用する点などについては、野党と意見が対立した。

また、今夏にも本格的な復興費を盛り込んだ補正予算案の編成が想定されているが、被害が大きいだけに予算規模も10兆円超に膨らむと見られ、その財源をどのように調達するかという難題が浮上している。当面は国債発行によって賄うしかないが、同時に時限的な増税措置としての復興税の創設案も取りざたされている。見直しが検討されている「子ども手当」の取り扱いなどと合わせて、今後の議論の行方が注目される。一方で、ねじれ国会の下、いまだに11年度予算の関連法案(特例公債法案など)が成立しておらず、このままでは経済財政運営が行き詰まるとの懸念も浮上している。

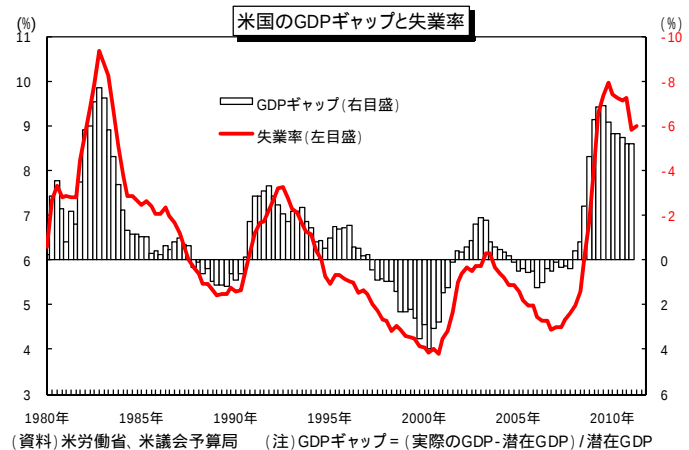
(2) 世界経済の見通し

2009年半ば以降、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢で、08年秋のグローバル金融危機によって発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態が続いている。一方で、新興国・資源国経済は底堅く推移しており、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ懸念が発生している。また、先進国は財政赤字の膨張傾向への警戒が強まる反面、ひと足早く利上げに踏み切ったユーロ圏を除き、金融政策は歴史的な緩和策を継続中である。これに対して、新興国ではすでに金融政策は引締め方向に動いている。すぐには顕在化することはないと思われるが、こうした「二極化現象」は将来にわたってリスクを蓄積していく可能性もあり、その動向には十分注意を払う必要があるだろう。以下、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、国際商品市況の予測を行

う。

米国経済

2011年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率1.8%と、7四半期連続のプラスとなったものの、10年4～6月期(同1.7%)以来となる2%割れの低成長となった。成長減速に影響した主な要因は、国防費の大幅削減から政府支出が前期比年率▲5.2%と縮小したことに加え、10年10～12月期に成長率を押し上げた住宅投資と純輸出(輸出等－輸入等)が反動減となったことである。一方、伸びは鈍化したものの個人消費は雇用者数の増加基調など緩やかな雇用環境の改善を受けて7四半期連続でプラスとなったほか、民間企業設備投資も企業の収益改善などから5四半期連続でのプラスとなった。



直近の市場コンセンサス(ブルームバーグ調べ、5月)によれば、11年～12年のGDP成長率予想は、10年11月から11年2月にかけては景気見通しを上方修正する動きが見られたが、その後は下方修正に転じ、足元では1～3月期の成長減速を受けてさらに0.1～0.2%ほど下方修正された。しかし、米国経済が先行き悪化傾向に転換するわけではなく、この間の楽観的な見方が後退しつつあるのが実態であり、米国経済は緩やかながらも順調に回復して

2011～12年 米国経済見通し (11年5月改定)

項目	単位	2010年	2011年		2012年	
		通期実績	通期予想	上半期(1～6月)予想	下半期(7～12月)予想	通期予想
実質GDP	%	2.9	2.7	2.6	3.0	2.9
個人消費	%	1.7	2.8	2.8	2.9	2.9
設備投資	%	5.7	6.6	4.3	6.9	7.7
住宅投資	%	▲ 3.0	▲ 1.8	0.2	2.1	5.8
在庫投資	寄与度	1.4	0.1	0.0	0.5	0.1
純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.0	1.3	▲ 0.8	▲ 0.4
輸出等	%	11.7	6.4	5.9	6.2	6.2
輸入等	%	12.6	5.1	0.5	7.6	7.3
政府支出	%	1.0	▲ 0.5	▲ 2.8	1.2	0.9
コアPCEデフレーター	%	1.3	0.9	1.0	1.6	1.1
GDPデフレーター	%	1.0	1.7	1.6	1.8	2.2
FFレート誘導水準	%	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	1.00
10年国債利回り	%	3.20	3.43	3.35	3.50	4.04
完全失業率	%	9.6	8.7	8.9	8.6	8.1

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2011年5月23日(11年1～3月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比

4. コアPCEデフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値

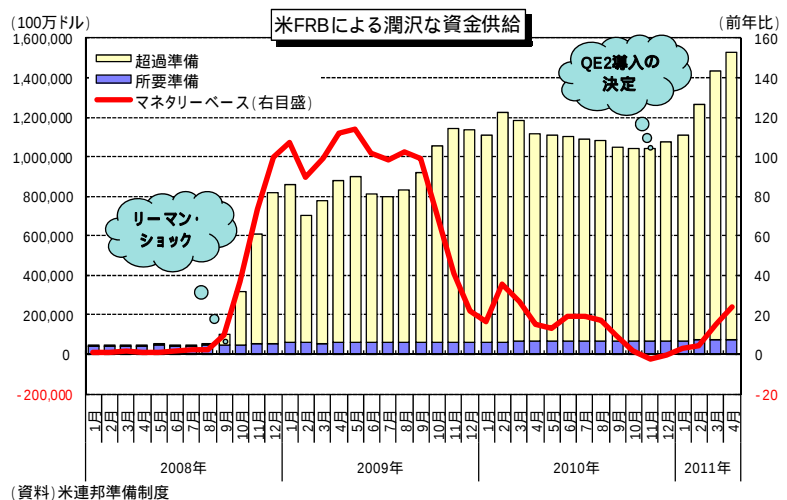
(株)農林中金総合研究所

いくと見られる。

とはいえ、足元では失業率が依然として 9%前後で高止まるなど、雇用の改善が明確になっていないほか、小幅上昇傾向を示しているインフレ率も連邦準備理事会 (FRB) が望ましいと考える水準を下回った状態にあるなど、需給バランスの崩れた状態はしつこく残っている。

こうしたなか FRB は、意図せざる金融引き締めを未然に防止すべく、10 年 8 月にモーゲージ担保証券 (MBS) 等の期限前償還分の長期国債への再投資を決定したほか、同年 11 月には 11 年 6 月末まで総額 6000 億ドル規模の長期債を購入する追加的緩和策 (QE2) に踏み切った。直近の 11 年 4 月末に開かれた連邦公開市場委員会 (FOMC) では、QE2 を予定どおり 6 月末に終了することを決定したが、バーナンキ FRB 議長は QE2 終了後も米国債や住宅ローン担保証券など、保有する有価証券の償還資金の再投資を継続して行い、買い入れを縮小することなく保有残高を維持する方針を示した。したがって、当面は現行の緩和政策が継続され、利上げはまだ先との観測が強いことから、長期金利 (10 年物財務省証券利回り) は概ね 3% 台前半で推移している。また、政策金利であるフェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標は、08 年 12 月に事実上のゼロ金利となる 0~0.25% に引き下げられて以降、据え置かれており、直近の FOMC でも回復ペースが緩やかであることなどから現状維持が決定されている。

なお、その後に公表された FOMC 議事録によれば、大半のメンバーは現行の緩和政策を転換させる方針について、正常化への最初のステップは MBS 償還資金の再投資を終了させることであり、それと同時に、または次に米国債償還資金の再投資を停止し、その後に政策金利の引き上げや資産売却を実施することで合意しつつあることが判明した。また、適切な時期に FF 金利を変更することは政策引き締め的手段として望ましいことが確認されたが、その時期については何ら示唆されていない。



一方、連邦政府の債務が 11 年 5 月に法律で定める上限の 14.3 兆ドルに達した。米政府はこの枠を超えて借り入れすることができないため、債務上限の引き上げ法案が成立するまでの間、公務員退職年金基金からの借り入れなど特別措置を講じることにより 8 月初旬まで影響を回避させる考えである。ただし、債務上限の引き上げをめぐるオバマ大統領率いる民主党政権と野党共和党の対立が解消されておらず、立法化に向けた交渉は難航すると見られ、政府支出に対しては厳しい歯止めがかかると予想される。

さて、今回の経済見通しにあたって、FRB の金融政策は次のように想定した。すなわち FRB は自らに課せられている「雇用の最大化」と「物価の安定」という 2 つの責務を達成する水準以上に景気が上振れる可能性 (例えば、失業率が労働市場の逼迫状態を示すと考えられている 6% 近くまで低下する、もしくはコア PCE デフレーターが前年比 3% を上回って加速していくような状態) が出てこない限り、景気テコ入れのために長期金利を低位に抑える政策をとり続けることである。したがって、当面は現行の緩和的な金融政策を継続するものと見られ、利上げが実施されるのは早くても 12 年下半期以降と予想される。



(株)農林中金総合研究所

こうした金融政策を前提に、主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は雇用環境が緩やかに回復基調をたどっており、先行きも着実に改善していくと想定されることから3%程度の巡航速度を持続すると考えられる。ただし、11年前半は燃料や食品価格高騰などを受けて伸びは鈍化するだろう。また、民間企業設備投資は、先行指標となる鉱工業生産の設備稼働率の動きに鈍化傾向が見られることに加え、東日本大震災に伴う部品供給の影響もあり、11年前半は水準調整の可能性が高い。しかし、好業績を発表する企業が多く、内部留保を含めた資金調達が良好な環境にあることにも支えられ、11年後半以降は緩やかな増加ペースに戻すと予想する。一方、成長減速の主因となっている住宅投資は、住宅着工件数が月間50万戸台(年率換算)で低迷しているが、この低水準を脱するには今しばらく時間を要すると見られ、先行きも厳しい情勢が続くと考えられる。ただし、低い長期金利のもとで、雇用環境の改善を受けて所得増加の動きが出てくれば、住宅市況が底打ちする可能性もある。外需については、世界経済が緩やかな回復基調にあることから、米国からの輸出も好調を持続すると予想する。ただし、個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する外需寄与度はマイナス傾向で推移することになる。

以上から、11年前半までの経済成長は潜在成長率(2%台半ばといわれる)程度にとどまるが、その後は雇用拡大の継続に伴い成長率が加速すると見込まれる。年間の成長率は、11年は前年比2.7%(前回見通しから▲0.2%ptの下方修正)、12年は同2.9%(同0.2%ptの上方修正)と予想する。

欧州経済

ユーロ圏(17ヶ国)の2011年1~3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.8%(年率換算3.2%)となり、10年10~12月期の同0.3%(同1.2%)に対し成長が加速した。しかし、その一方で、依然としていわゆるコア国と財政健全化への取り組みが続く周辺国との間での経済成長の二極分化の動きが継続している。

主要国の内訳では、ドイツが前期比1.5%(10年10~12月期:同0.4%)、フランスが同1.0%(同0.3%)と強い成長となった一方で、ポルトガルが▲0.7%(同▲0.6%)、イタリアが同0.1%(同0.1%)、スペインが同0.3%(同0.2%)となった。ギリシャについては、今回0.8%(同▲2.8%)とプラスに転じたものの、前年比では▲4.8%と、引き続きマイナス成長の中での限られた反転にとどまっている。輸出競争力に乏しく、厳しい緊縮財政の下にあるギリシャは、当面マイナス成長の基調から脱することは困難と考えられる。なお、ユーロ圏以外では、英国が同0.5%(同▲0.5%)となり、前回のマイナスからプラスに転じた(付表参照)。

直近のユーロ圏のマクロ経済情勢について見ると、生産面では3月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%となった。ただし、前年比は5.3%であり、09年前半を底にして、回復基調にある点に変化はない。一方、雇用情勢については、3月の失業率は9.9%と依然高止まりが継続している。特に、スペイン(20.7%)、アイルランド(14.7%)等、財政改善に取り組み中の国々での高止まりが目立っている。消費面でも、同月の小売売上高は前月比▲1.0%となったが、前年比では▲1.7%であり、力強さに欠ける展開となっている。

一方、ユーロ圏の経済成長の牽引役となっているドイツについては、3月輸出額は前月比7.3%増の983億ユーロと過去最高を記録したほか、同月の鉱工業生産指数は同0.7%と3ヶ月連続のプラスとなった。一方、同月の製造業受注は同▲4.0%となるなど、経済指標によっては足元では上下の振れはあるが、生産は09年前半を底として回復基調にある。また、生産の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなり、3月の失業率(欧州連合統計局発表)は6.3%まで低下している。小売売上高は3月には前月比▲2.1%(前年比▲0.6%)となり変動は大きいだが、09年央以降は回復傾向にあり、今後もその傾向は継続するものと考えられる。



(株)農林中金総合研究所

欧州中央銀行 (ECB) は、4 月に政策金利を 0.25% 引上げ 1.25% とした。その後も 4 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比 2.8% 上昇と、10 年 12 月以降 5 ヶ月連続で ECB が上限目途とする 2.0% を上回っており、年内に更に 2~3 回の追加利上げが予想される。しかしながら、経済成長の二極分化が継続するなか、ECB の舵取りは難しさを増しつつある。また、欧州の財政問題については、足元では国際的な金融支援がポルトガルに波及したほか、ギリシャの債務再編の思惑が高まるなど不透明感を深めており、今後も市場の波乱要因となる可能性がある。

以上を踏まえ、当社では、ユーロ圏においてはドイツ主導の経済回復は継続するものの、緊縮財政を主因とする内需の拡大抑制や、ECB の利上げに伴うユーロ高による輸出の伸び鈍化の可能性等により、通年での実質 GDP 成長率が 1.7% となった 10 年に引続き、11 年も 1% 台後半の緩やかな経済成長となる可能性が高いと考える。

中国経済

2011 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 9.7% と、10 年 10~12 月期の同 9.8% からわずかに鈍化したものの、依然として 10% 近い高い成長率を維持している。GDP 成長率の需要項目別寄与度を見ると、外需が 3 四半期ぶりにマイナスの寄与となったのに対して、消費は 5.9% と最も高く、投資の 4.3% とあわせた内需寄与度は 10.2% となっている。

以下、1~3 月期を中心に、消費、投資、輸出の動向を見ていきたい。1~3 月期の社会消費財小売総額 (最終消費支出) は前年比 16.3% と、10~12 月期 (同 18.8%) から鈍化した。乗用車利用制限や小型車購入減税措置の打ち切りなどによる影響が出たものと見られる。しかし、3 月 (前年比 17.4%)、4 月 (同 17.1%) と、1~2 月平均 (同 15.8%) の増加率を上回り、持ち直す兆しを見せている。今後の個人消費は、所得環境の持続的な改善が期待できることから比較的に堅調な拡大が続くと見込まれる。

また、1~3 月期の都市部固定資産投資は前年比 25%、4 月も前年比 37% と引き続き堅調な伸びを示した。格差是正のため内陸部や農村地域を中心に中国政府が高速道路などのインフラ整備を積極的に行っていることに加え、賃金上昇を受けて高付加価値産業への構造転換に向けて製造業などの投資活動も活発している模様である。第 12 次五カ年計画 (11~15 年)、固定資産投資の伸びを大幅な抑制することが盛り込まれているが、10 年 7 月に決定された西部大開発へのインフラ投資 (6,822 億元) の実行が本格化されること、保障性住宅の建設拡大 (11 年で 1,000 万戸)、水利事業への投資拡大 (年平均 4,000 億元)、7 大戦略新興産業への投資 (年平均 2 兆元)、等から、今後は高い伸びが続くだろう。

1~3 月期の輸出は前年比 26.5% と 10~12 月期 (同 24.9%) から小幅ながら拡大した。2 月の旧正月連休の影響により輸出は一時鈍化した。連休明け後、経済活動が通常に戻り、米国経済の回復などを背景に 3 月は同 35.8% まで伸びが高まった。また、輸入も同 32.6% と 10~12 月期から伸びが拡大した。4 月には輸出が前年比 29.9%、輸入が同 21.8%、貿易収支は 114 億ドルと 3 月の 1.4 億ドルから拡大した。今後、中国国内の人件費の上昇や人民元高による輸出品価格の上昇などが続けば、輸出を押し下げのおそれがある。

一方、物価動向に関しては、10 年を通じての消費者物価指数 (CPI) は前年比 3.3% と政府の年間目標 (3% 前後) 程度に抑えられたが、11 年に入ってからには趨勢的に CPI 上昇率が高まっており、11 年の年間政府目標 4% を上回る状態が続いている (4 月: 同 5.3%)。物価上昇の要因としては、為替介入などに伴う過剰流動性の発生が挙げられるが、原油などの輸入物価の高騰による影響も大きい。足元では食料や原油価格の上昇に一服感も見られるが、賃金や不動産価格の上昇などを考慮すると楽観視はできない。

このように徐々に高まるインフレ圧力を抑制するために、中国人民銀行は、大手金融機



(株)農林中金総合研究所

関の預金準備率を21%まで引き上げた。しかし、実質預金金利は依然マイナス水準であるほか、海外からの直接投資増や投機マネーの流入などによってカネ余り現象が強まっており、それに伴うインフレ圧力も根強いことから、今後もこうした預金準備率の引上げや利上げなどの金融引き締め策を継続すると見ている。

全般的に見れば、中国政府は金融引き締め策の強化によって景気を減速させながら資産価格の上昇やインフレを抑制しようという意向も見えて取れる。一方で保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていくなか、当面は景気の勢いが大きく鈍化しないと見られる。

国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

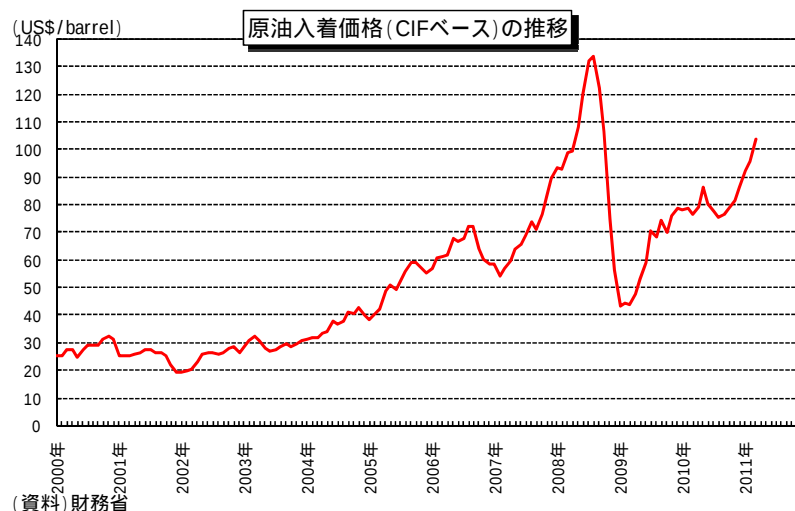


新興国経済の底堅さや先進国での大胆な金融緩和策の継続、さらには安定供給に対する不安などが重なり、10年後半以降、国際商品市況の上昇傾向が強まってきた。11年は世界的に穀物供給が改善するとの見通しもあるものの、FAO食料品価格は高止まり状態が続いている。

また、原油価格も北アフリカ・中東諸国での民主化要求運動の激化と政府側との対立激化などを受けて、一時1バレル=110ドル台前半(WTI先物)まで上昇す

る動きを見せた。国際エネルギー機関(IEA)では、これまでの原油高騰が続けば世界経済に悪影響を及ぼしかねないと、産油国に対して増産を求める異例の声明を発表した。一方、石油輸出国機構(OPEC)では供給は十分と主張しており、6月初めの総会では増産は議題にならないと見られている。なお、米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)では、1バレル=100ドル超の水準は原油需要を冷やすとし、需要見通しの下方修正を行っている。とはいえ、新興国経済が底堅く推移するとの前提の下、原油価格の高止まりは続くものと思われる。国内への原油入着価格については、11年度は100～105ドル前後、12年度は105～110ドル前後での推移を見込んでい

る。こうした国際商品市況の動きは、国内の食料品・エネルギー価格の上昇を強める半面、それによる実質購買力の低下が必要減退を引き起こすことについても留意する必要があるだろう。



2011～12年度 日本経済見通し

	単位	2009年度 (実績)	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.7	0.4	▲ 1.5	2.0
実質GDP	%	▲ 2.4	2.3	0.0	2.6
民間需要	%	▲ 5.0	1.9	0.4	2.0
民間最終消費支出	%	▲ 0.0	0.8	▲ 0.7	0.7
民間住宅	%	▲ 18.2	▲ 0.2	4.5	14.1
民間企業設備	%	▲ 13.6	4.5	▲ 0.7	4.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 1.1	0.4	0.3	0.0
公的需要	%	5.2	0.1	3.3	2.9
政府最終消費支出	%	3.5	2.3	3.0	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	14.2	▲ 10.0	3.9	21.4
輸出	%	▲ 9.6	17.0	▲ 3.3	8.3
輸入	%	▲ 11.0	10.9	2.1	7.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.7	1.6	1.0	2.1
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.9	1.3	0.3	1.4
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.0	0.8	0.7
海外需要寄与度	%pt	0.3	0.9	▲ 0.8	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 5.2	0.7	2.2	1.7
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.6	▲ 0.7	0.3	0.5
完全失業率	%	5.1	5.0	4.9	4.7
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.2	9.0	▲ 4.4	9.6
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	15.7	8.0	14.4
名目GDP比率	%	3.3	3.3	1.7	3.0
為替レート	円/ドル	92.8	85.7	85.6	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.08	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.15	1.31	1.58
通関輸入原油価格	ドル/バレル	69.1	84.4	101.3	107.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2010年				2011年				2012年				2013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	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	2.2	▲ 1.0	0.6	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.9	0.2	0.8	0.9	0.4	0.5	0.1	0.0
実質GDP	%	2.2	0.1	0.9	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.6	0.6	1.0	1.1	0.6	0.5	0.3	0.1
(年率換算)	%	9.1	0.2	3.8	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 2.3	2.6	4.0	4.5	2.4	2.0	1.2	0.5
民間需要	%	2.4	▲ 0.3	1.6	▲ 0.7	▲ 1.2	0.3	0.4	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
民間最終消費支出	%	0.9	▲ 0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	1.4	▲ 0.6	1.9	3.2	0.7	▲ 1.5	1.8	2.0	4.0	5.0	3.0	2.5	2.0
民間企業設備	%	1.4	2.7	1.1	0.1	▲ 0.9	▲ 2.0	0.7	1.5	1.6	1.5	1.0	0.7	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	1.0	▲ 0.5	0.5	▲ 0.0	▲ 0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.2	▲ 0.3	▲ 0.6	0.6	1.8	0.5	0.9	1.5	0.9	0.6	▲ 0.2	▲ 0.6
政府最終消費支出	%	▲ 0.4	1.2	0.3	0.4	1.0	1.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	▲ 4.5	▲ 2.5	▲ 6.0	▲ 1.3	0.6	1.0	7.0	12.0	6.0	4.0	▲ 1.0	▲ 3.0
輸出	%	6.7	5.2	1.6	▲ 0.8	0.7	▲ 8.0	3.2	3.0	2.3	1.8	1.6	1.5	1.3
輸入	%	2.9	4.1	2.9	▲ 0.3	2.0	▲ 3.1	2.5	1.8	1.7	2.0	1.8	1.6	1.5
国内需要寄与度	%pt	1.7	▲ 0.2	1.1	▲ 0.7	▲ 0.8	0.3	0.4	0.7	0.9	0.5	0.5	0.2	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.2	1.1	▲ 0.5	▲ 0.9	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.5	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.6	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.6	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
完全失業率	%	5.0	5.1	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6
鉱工業生産 (前期比)	%	7.4	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 7.0	2.5	4.0	3.0	2.0	1.5	1.7	2.0
経常収支(季節調整値)	兆円	4.5	3.9	4.4	4.3	3.1	1.5	1.8	2.2	2.5	3.0	3.5	3.8	4.1
名目GDP比率	%	3.8	3.3	3.7	3.6	2.6	1.3	1.5	1.9	2.1	2.5	2.9	3.2	3.4
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.3	84.0	85.0	86.0	87.5	87.5	90.0	90.0	92.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.07	0.06	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.25	1.30	1.35	1.35	1.45	1.50	1.55	1.60	1.65
通関輸入原油価格	ドル/バレル	77.7	81.8	76.5	82.1	97.2	100.0	100.0	100.0	105.0	105.0	105.0	110.0	110.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



3. 2011～12年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

東日本大震災によって、日本経済には08年秋のリーマン・ショック時以来の強い衝撃が加わっており、再び景気悪化に陥っている。リーマン・ショック後の世界同時不況では、世界的に大規模な需要の消滅が見られたのに対し、今回の大震災はサプライチェーンの大掛かりな障害発生という性格のものであり、震災後も海外からの需要は比較的根強いものの、生産もしくは輸出ができない、もしくは大震災や原発事故によってマインドが委縮したために、景気が悪化したといえるだろう。

それゆえ、復旧・復興が順調に進みさえすれば、景気は本来の成長経路に向けてキャッチアップが見られるはずであるが、いろいろな問題・課題が山積しており、それが容易にはいきそうもない。まず、被災地である北関東・東北エリアには、自動車部品や電子部品・デバイスなどの工場が集積されていたが、それらが復旧し、部品供給体制が元通りになるのは10月前後と言われており、今しばらくは様々な面で障害が残ることになる。加えて、夏場には国内の多くのエリアで電力不足問題に直面することが確実視されている。政府は、東京電力・東北電力管内について15%の節電目標を正式決定した。自動車産業などを中心に製造業が集積する中部電力管内でも、浜岡電発の停止に伴って夏場の電力不足が懸念されている。節電努力や作業時間や休業日のシフトなど、多くの企業では対応策の検討に追われているが、それでも夏場にかけては景気回復にとっては阻害要因となる可能性は強いだろう。さらに、菅内閣では大規模な復興支出を盛り込む補正予算の編成を8月前後まで先延ばしする方針を示している。国会審議に関しても財源問題を巡って紛糾する可能性もある。以上のように、復旧は徐々に進捗しているものの、官民による本格的な復興需要は年末近くまで後ズレする可能性があり、当面、景気は停滞気味に推移するリスクが高いといえるだろう。

なお、中期的な視点からは、本格的な復興需要が始まりさえすれば、元の成長経路に戻ることができるのか、という問題が注目されている。今回のサプライチェーンの寸断により、改めてリスク分散の必要性が検討される可能性がある。加えて、復興に向けた時限増税措置に伴い、仮に法人税実効税率の引下げそのものが見直されたりすれば、生産拠点の海外移転を加速させる可能性もあるだろう。また、高付加価値の日本製品に依存してきた生産体制を見直す動きも出ることも予想される。様々な面で、今回の大震災は日本経済・産業・社会に大きな課題を投げかけたと見ることもできるだろう。

以下、部門別に日本経済の先行きを考える上でのポイントを述べてみたい。まず、家計部門については、大震災発生直後の自粛ムードは改善する方向にあるが、エコカー購入補助金や家電エコポイント制の終了に伴って、耐久財の販売不振が続いている。また、1～3月期は底堅く推移した非耐久財についても、震災直後の買い溜め行動の反動が出ることも警戒すべきであろう。そのほか、夏場に向けて節電努力の意識が強まると見られるが、それに伴って再び自粛ムードが強まれば、娯楽関連を中心としたサービス消費が落ち込んだまま推移する可能性もあるだろう。一方、復興需要が本格化してくれば、住宅再建とともに、耐久消費財についてもある程度の需要が見込まれる。ただし、沿岸部周辺の復興計画については慎重に議論する必要があるほか、いわゆる「二重ローン問題」もあり、住宅などの回復時期が遅れることもありうるだろう。

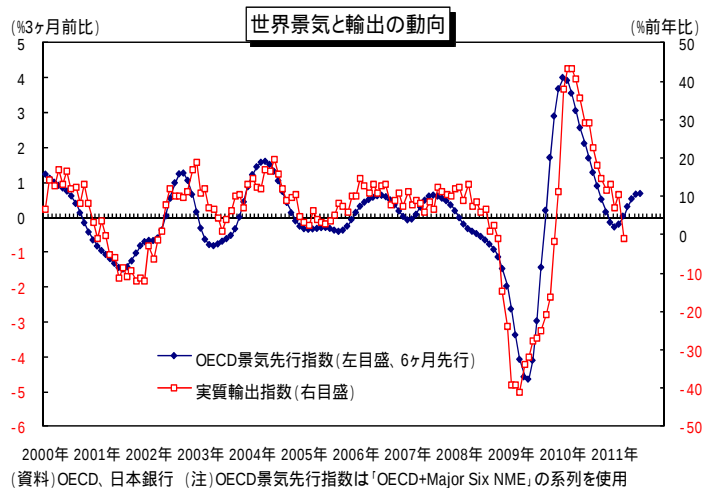
次に、企業部門であるが、東北・北関東エリアに集積していた部品メーカーが直接的な被害を受けたほか、被災地以外の製造業でも部品調達が遮断されるなどの二次的な悪影響も出ている。それらは復旧に向けて努力しているほか、被災地域以外での生産代替も進行していると考えられるが、夏場にかけての電力不足問題が順調な持ち直しにとっては大き



(株)農林中金総合研究所

な障害となるのは必至である。産業界ではピークタイムの電力需要をその前後にずらすなどの対応策を強めていくだろうが、順調な生産を阻害する要因となるものと思われる。それゆえ、年度上期中は生産活動や設備投資行動の停滞が余儀なくされるだろう。

一方、公的需要については、復旧・復興に向けた公的支出が拡大するのは確実であり、一定程度、国内景気を下支えすることとなるだろう。ただし、前述の通り、大規模な復興支出を盛り込む補正編成は8月以降になるとの方針であり、公共事業などが本格化し、景気を下支えし始める時期は年末あたりまで後ズレする可能性もある。

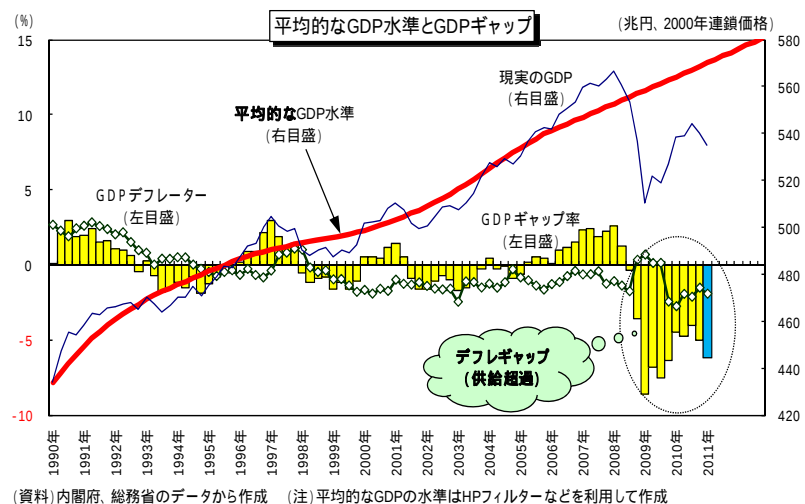


最後に、対外バランスについてである。日本を取り巻く世界経済動向については、先進国と新興国・資源国の二極化という現象が続いており、互いにいくつかの問題点を抱えた状況に変わりはないが、総じて回復基調をたどる姿が想定できるだろう。もちろん、中国など新興国については断続的に金融引締め策を打ち出しており、それがわが国の輸出を一時的に抑制する可能性については注意しておく必要がある。なお、輸出に関しては被災による生産停止の影響に加え、原

発事故などによって食料品などを中心に風評被害も散見されており、当面は低調に推移する可能性が高い。増加傾向が強まるのは、サプライチェーン障害の解消する秋ごろとなるだろう。輸入に関しては、本来は国内需要の悪化に伴う減少圧力がかかる半面、海外製品などでの代替に伴う需要が一時的に高まると考えられる。それゆえ、輸入は底堅く推移すると思われ、11年度前半にかけて貿易収支は一時的に赤字が発生し、経常収支の黒字幅も大きく減少するだろう。

以上の点などを踏まえつつ、11～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。まず、足元4～6月期については、震災発生によって家計・企業のマインドは大幅に悪化したが、時間経過や復旧の進展に伴い、徐々に持ち直す動きも見て取れる。ただし、需要の落ち込みに比べて、その戻りは鈍く、民間需要は大幅減が不可避であろう。一方、公的需要に関しては、救援活動やがれきの除去などの復旧作業に注力していることもあり、増加が予想される。ただし、海外需要は輸出停滞に伴って、成長率に対してマイナス寄与となるだろう。以上から、4～6月期の実質経済成長率は前期比▲0.6%（同年率▲2.3%）と三四半期連続のマイナスとなるだろう。

その後、7～9月期については、復旧に伴う経済活動の再稼働が強まることから、4四半期ぶりにプラス成長に転じると見るが、サプライチェーン障害や電力不足問題が残ることもあり、リバウンドとしては弱い数字になるだろう（前期比0.6%、同年率2.6%）と想定。年度下期以降は、被災企業





(株)農林中金総合研究所

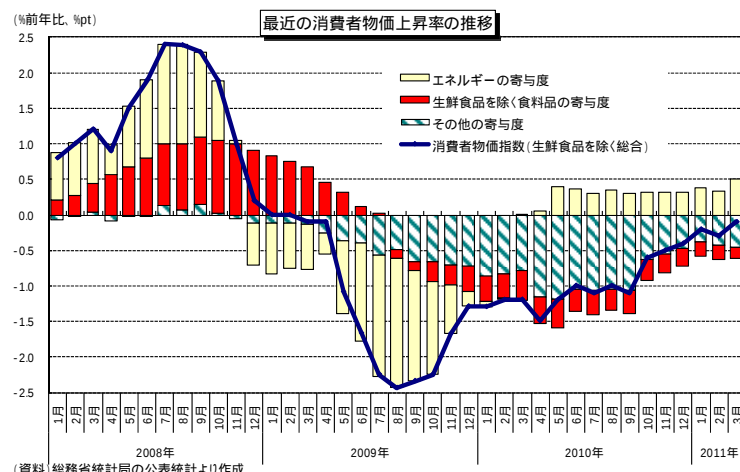
の本格再始動や電力不足問題の(一時的)解消、大規模な復興予算成立による期待感などから、復興需要が本格化していくだろう。また、新興国に比べて回復が遅れていた先進国経済の足腰が強まっていくことから、輸出を起点とする景気回復プロセスが再び強まっていくことになるだろう。とはいえ、年度上期の企業業績の悪化に伴う今冬賞与の悪化予想や、食料品・エネルギーなど生活必需品の価格上昇は、民間消費には抑制的に働くだろう。この結果、**実質 GDP 成長率で同 0.0% (前回 4 月時点の予測は 0.7%)**と、ゼロ成長まで減速するものと予測する。なお、今回の下方修正の主因は、今回発表の11年1~3月期のマイナス成長などに伴い、11年度に向けたゲタが▲0.7%pt と大きなマイナスになったことと、サプライチェーン障害の長期化や公共投資の本格的な増加の後ズレを考慮したためである。また、**名目 GDP 成長率は▲1.5% (前回予測は▲0.7%)**と2年ぶりのマイナスと予測、依然として名実逆転状態は継続する。マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できないこと、さらには資源高騰に伴う交易条件の悪化も響き、**GDP デフレーターは前年度比▲1.3% (前回予測は▲1.4%)**とマイナスが続くだろう。

また、12年度については、前年度下期からの復興需要が継続することもあり、引き続き回復基調を続けるものと想定する。ただし、12年度下期にはそうした復興需要が一服する可能性もあるだろう。**実質 GDP 成長率は 2.6% へ加速 (前回予測は 2.5%)**、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、**名目 GDP 成長率も 2.0% と高まるが、依然として名実逆転状態は維持され、その再逆転は13年度以降に持ち越されることになるだろう。**

雇用環境については、10年度末にかけて失業率は4%台半ばまで低下するなど、持ち直し傾向が強まった。しかし、新卒就職市場の内定率の悪さや失業者の求職期間の長期化など、依然として状況は厳しい。加えて、大震災発生による悪影響が徐々に出てくる可能性は強く、夏場にかけては再度悪化するものと予想される。11年度下期以降に想定される復興需要の本格化により、国内景気は回復方向に向かうものの、雇用吸収力はなかなか伴わず、今しばらくは雇用調整圧力が高い状態が続くだろう。**11年度最終四半期(12年1~3月期)は4.8%、12年度最終四半期(13年1~3月期)は4.6%**と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

(2) 物価見通し

大震災発生によって供給能力が大幅に毀損したものの、それに起因して総需要水準も大幅に悪化したことから、GDP ギャップとしては依然として超過供給状態が続いているとの認識は変える必要はなく、物価のベース部分に対する下落圧力は根強いと思われる。一方、最近の国際商品市況の高騰によって一部の食料品やエネルギー関連の価格が上昇傾向を強めており、物価指数全体の下落傾向には歯止めがかかっているようだ。11年度に入り、高校授業料の実質無償化に伴う押下げ効果(▲0.5%程度)が剥落したこともあり、4月の東京都区部の消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.2%と、2年ぶりに下落状態から抜け出した。全国消費者物価についても、前年比変動率がプラスに転じてくるだろう。とはいえ、景気停滞が当面続くことから、企業が投入コストを最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況が続く可能性は高く、先行きプラス幅が加速的に高





(株)農林中金総合研究所

まっていくなことはないだろう。

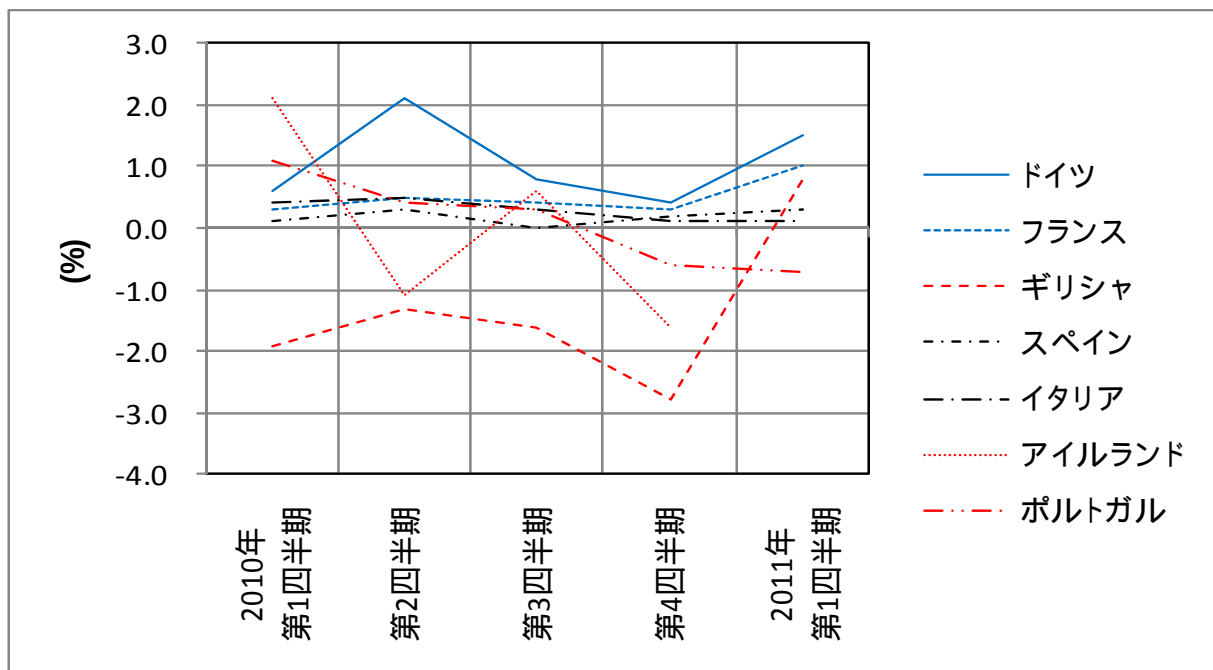
一方、大震災の物価面への影響については、押上げ要因・押下げ要因の両面があるが、当初は景気停滞感が続くことから押下げ効果の方が強めに出る可能性が高いだろう。一方、順調に復旧が進み、復興需要が強まってくれば、物価押上げ効果が強くなることも十分想定される。

以上から、11年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年度比0.3%と、小幅ながらも3年ぶりの上昇になると予想する。また、12年度についても、海外経済の底堅さや復興需要の本格化などによって、物価はじわじわと上昇率を高めていくと思われるが、日本銀行が中長期的な物価安定とする前年比1%までは高まることはないだろう(同0.5%と予測)。

なお、8月には、消費者物価指数統計の2010年基準への改定が予定されているが、現行基準のラスパイレス連鎖指数をみる限り、現行のコアCPIには0.7～0.8%ptほどの上方バイアスが発生している可能性が見て取れる。こうした点も考慮すれば、実態的には11年度内に消費者物価が前年度比マイナス状態から脱出するのは困難ということになるだろう。デフレからの完全脱却までにはまだかなりの時間を要すると思われる。

付 表 1 : 欧州経済

実質 GDP 成長率(前期比)



(出所) Eurostat のデータから農中総研作成。

なお、アイルランドは 2011 年第 1 四半期の数値は未公表。

ECB による専門家調査等での予測値

(単位: %)

		2011 年	2012 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB による専門家調査	1.7 (+0.1)	1.7 (0.0)
	European Commission	1.6 (+0.1)	1.8 (0.0)
	IMF	1.6 (+0.1)	1.8 (-)
ユーロ圏 CPI	ECB による専門家調査	2.5 (+0.6)	1.9 (+0.1)
	European Commission	2.6 (+0.8)	1.8 (+0.1)
	IMF	2.3 (+0.8)	1.7 (-)
ユーロ圏 失業率	ECB による専門家調査	9.8 (0.1)	9.5 (0.1)
	European Commission	10.0 (0.0)	9.7 (+0.1)
	IMF	-	-

(注) ()内は前回予測値との対比。-はデータがないことを示す。

(出所) それぞれ次による(いずれも 2011 年 5 月発表)。

- ・ ECB “Survey of Professional Forecasts” (前回は 2011 年 2 月発表)
- ・ European Commission “European Economic Forecast” (前回は 2010 年 11 月発表)
- ・ IMF “Regional Economic Outlook” (前回は 2010 年 10 月発表)

付 表 2： 中国経済

