



い一部製品を除くと、大半の業種で年内には目処がつきそうである。生産は、設備の復旧やサプライチェーンの修復が進むにつれて供給制約が緩和し、上向くと見込むものの、後述する電力不足が夏場の生産の重しになると想定される。

### (2) 当初想定より緩和したものの電力不足が下押し要因

今夏、東北・関東では、大口需要家、小口需要家、家庭に対して使用最大電力を一律に15%削減する目標が課せられている。関東では、夏の供給力が、東北地方への融通分(140万kW)を考慮しても5,380万kW(7月末)となり、想定需要(5,500万kW)との差は埋まりつつある。また、混乱した計画停電も原則不実施となり、そもそも電力使用量の多い製造業は前年水準を下回る見込みであることから、電力不足が直接的に経済活動を下押しする度合いは弱まっている。しかしながら、企業は既に15%削減へ取り組んでおり、休日をずらすことや夜間に工場を稼働させることで曜日や一日ごとの電力使用の平準化を図ったり、春や秋の休日を夏季に集中させて休暇を長期化したりしている。前者は概ね生産水準を維持できるものの、後者は夏場に限りみると生産力が低下する。また、小売・サービス業では来客数に影響がでる可能性があるだろう。その一方で、休暇の長期化による国内観光の増加や、外出が奨励されることで消費機会が増えるというプラス要因が見込まれる。

### (3) 各需要項目の動向

底堅く推移していた個人消費は、震災を機に大幅に落ち込んだ。計画停電の実施や自粛ムードが強まったことで外出・レジャーなどのサービス消費が落ち込み、耐久消費財も買い控えがみられた。しかし、極端にマインドが悪化した局面からは脱しつつあり、足元の消費動向をみると、高額消費の象徴である百貨店売上高は、3月の前年比二桁減から4月には同1.5%減とマイナス幅は急速に縮まっている。今後についても、家計のマインドが持ち直すにつれて、個人消費は次第に上向いていくと見込んでいる。震災で毀損した生活必需品の購入や、夏場の節電対応で扇風機やLED照明等の省エネ製品、夏物衣料への支出などは増えるだろう。その一方で、供給制約によって十分な台数を提供できない自動車販売は低迷すると見込まれ、サービス消費が本格的に立ち直るには時間がかかる見通しである。また、雇用環境は、被災地を中心とした倒産の増加や生産減に伴う人員調整などにより、一時的に悪化すると見込まれる。所得面についても、節電対策による時短などにより残業代が減少するとみられ、震災に伴うコスト増などで企業収益が圧迫されることで、冬の賞与は減少に転じる可能性もある。消費者マインドは震災後の極端に悪化した状態から改善しているものの、4~6月期の個人消費は、前期比マイナスになると見込まれる。その後はプラスに転じるものの、雇用・所得環境に厳しさが残ることで、力強さを欠く展開を見込んでいる。

公的固定資本形成は、インフラなどの復旧に向けた投資を中心に、4~6月期以降増加傾向を辿ると見込んでいる。第1次補正予算が組まれたことで当初の資金は目処がついており、当面は、主にこの予算の消化を想定している。壊滅的な被害を受けた地域では、復興計画に基づいた街づくりになるため、政策決定が滞っている現状を鑑みると、アウトラインが固まる時期が後ずれする可能性が高い。今後十数兆円規模の第2次補正予算が組まれるとみられるが、大規模な復興に向けた動きは2012年入り後と想定している。

住宅投資は、横ばい圏内から緩やかに増加すると見込んでいる。住宅エコポイントの対象期間が7月末に短縮されたことで、当面、やや駆け込み的な動きがみられ、それによるリフォーム需要の増加や、震災で一部損壊した家屋の修繕なども加わると想定している。被災地における新設着工も、相対的に被害が軽微だった地域を中心に徐々に増えていくだろう。反面、マイナス材料もある。首都圏における液状化現象によって臨海部に軸足を置

いていたデベロッパーの戦略も影響を受け、一時的に新規供給に向けた動きが滞るとみられる。また、津波の被害を受けた地域では本格的な住宅着工が遅れることが想定される。

設備投資は、7～9月期以降、緩やかに増加すると見込んでいる。先行指標である機械受注をみると、4～6月期の見通しが大幅増となっており、毀損した設備の代替の手当てなどが加速しているとみられる。今後は、復旧・復興に伴う投資が増加すると見込まれる。ただし、震災を機に、設備投資計画を再考する動きが広がり、大規模投資が一時的に停滞する可能性もあろう。このようにプラス、マイナスの両面があるが、リーマンショック時と異なりグローバルの需要は落ちていないことからプラス面が勝り、設備投資は、4～6月期に足踏みした後は増加していくと見込んでいる。

最後に輸出動向をみると、生産の減少により落ち込んでいる。震災前までは前年比プラスを維持していたが、3月中旬以降マイナスに転じ、4月上旬は前年比二桁減、中旬はマイナス幅が縮小したものの、同5.4%減となっている。内訳などの詳細が判る3月のデータをみると、輸出金額は同2.3%減となり、業種別では、電気機器や輸送機械などの落ち込みが顕著となっている。一時的に物流網が混乱した影響もあるものの、自動車を中心にサプライチェーン寸断の影響で供給力が落ち込んだことが輸出減の背景にある。生産については、夏場まで、自動車を中心に低迷すると見込まれる。当面、輸出はサプライチェーン寸断による供給制約の影響で停滞し、ある程度供給力が回復した時点で海外経済動向が輸出を左右することになるだろう。その点では、海外経済は総じて緩やかな回復基調を辿ると想定している。しかしながら、食料や資源の高騰を受けてグローバルで物価が上昇し、金融政策も引き締め方向となることから、その足取りは鈍化すると見込んでいる。中でも米国経済は、回復基調を維持するものの、そのテンポが鈍化するとみている。安定的に雇用環境が改善することやこれまでの株価水準の回復による資産効果などが個人消費のプラス要因になるものの、ガソリンなどの生活必需品の高騰で実質的な購買力は抑制されるだろう。また、住宅投資は住宅バブル崩壊の影響が依然として残っており、引き続き低水準の推移が見込まれる。そのため、2011年の実質GDP成長率は前年比+2.5%と前年の伸びを下回り、四半期ごとの推移は2%台半ばの成長率を予測している。

図表2. 2011年度・2012年度 経済見通し

	2010 年度 実績	2011年度予測					2012年度予測		
		472.5	467.2	477.8	前々回	前回	484.0	484.3	485.5
					11年2月 時点	11年4月 時点			
名目国内総生産(兆円)	475.7	472.5	467.2	477.8	484.3	478.1	484.0	484.3	485.5
	0.4	▲ 0.7	▲ 1.1	2.3	1.0	▲ 0.1	2.4	1.4	0.3
実質国内総生産(兆円)	538.5	540.2	532.8	547.3	551.1	544.1	555.6	555.1	557.1
	2.3	0.3	▲ 0.9	2.7	1.7	0.5	2.8	1.4	0.4
内 需	1.4	0.8	0.1	1.6	1.2	1.2	2.1	1.2	0.4
民間需要	1.4	0.1	▲ 0.8	1.1	1.1	0.5	1.6	0.9	0.4
民間最終消費	0.8	▲ 0.8	▲ 0.6	0.4	0.2	▲ 0.5	0.7	0.3	0.3
民間住宅投資	▲ 0.2	6.3	4.1	▲ 0.0	6.4	6.7	3.9	5.2	▲ 2.6
民間設備投資	4.5	2.6	0.1	4.5	4.5	4.2	5.7	2.8	1.4
公的需要	0.0	0.6	0.4	0.4	0.0	0.6	0.4	0.3	▲ 0.0
政府最終消費	2.3	1.6	0.9	0.5	0.7	1.7	0.8	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 10.0	8.1	6.4	8.9	▲ 3.2	7.2	7.5	5.1	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	0.9	▲ 0.5	▲ 0.9	1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	0.7	0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	17.0	0.6	▲ 3.1	7.3	8.2	1.2	8.9	4.0	2.2
財貨・サービスの輸入	10.9	5.2	3.3	1.5	6.2	7.6	6.0	3.4	3.4

注1. 実質値は2000暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

## 2. 今後の伸び率などについて

2011年度の実質成長率は+0.3%とプラス成長を維持すると予測した。震災前の+1.7%予測を、震災後の影響を織り込み4月に+0.5%に改訂し、今回、それを0.2ポイント下方修正した。現時点でマイナスのゲタが0.7ポイントあることで年度の成長率は伸び悩むことになる。足元の経済活動は、急落した3月時点より上向いているものの、震災前の貯金がある1~3月期に比べると、4~6月期は水準回復に至らずマイナス成長は避けられないだろう。しかし、その後はサプライチェーンの修復や復興需要の高まりなどによりプラス成長に転じ、年度下期は、輸出の増加も相俟って高い伸びになると想定している。

2012年度の実質成長率は+2.8%と高い伸びを予測した。甚大な被害を受けた地域における復興が本格化して国内需要が強まる中、外需の増加も成長率を押し上げる要因になる。ただし、復興需要による上積み分が徐々になくなることで前期比の伸びは鈍化する。

当面、日本経済は供給制約が重しとなるが、供給能力が向上するにつれ、それに見合う水準の需要が維持されているのかが問題となる。その点、外需に左右されるわが国にとって、海外における不確定要素が多いことがリスク要因である。欧州は既に金融引き締めへ転じる中、周辺国の財政問題を起因として金融市場に動揺が広がる可能性があり、それが決して磐石ではない米国にも悪影響を及ぼす事態になりかねない。また、中国においても、物価上昇に歯止めがかからず、政策の舵取りはより困難になっている。それらのリスク要因が顕在化すると、外需の落ち込みを通じて、わが国の経済活動を下押しする。一方、国内でも原子力問題や、重要政策が決まらない政治もリスク要因である。

## 3. 民間調査機関の2011・2012年度経済見通し

1次QE後に発表された民間調査機関10機関の経済見通しによると、実質GDP成長率の平均値は、2011年度が+0.1%となった。前回(2月時点)は+1.6%となっており、東日本大震災の影響により大幅な下方修正となった。各機関の予測値については、最大+0.6%、最小▲0.6%とプラス、マイナスに見方が分かれているが、四半期ごとの推移をみると、10機関すべてが4~6月期はマイナス成長を見込むものの、7~9月期にはプラス成長に転じると予測している。年度の成長率をマイナスと見込む機関は、サプライチェーンの回復時期について厳しい見方をしていることなどで、年度前半の伸びが総じて低くなっている。需要項目別にみると、個人消費が、雇用環境の悪化見通しや自粛モードが残ることなどで、下方修正されている。また、輸出についても、サプライチェーン寸断による供給制約によって、大幅に下方修正されている。その一方で、予測機関により数値の幅は大きいものの、政府消費や公的資本形成などの公的需要は、復旧・復興に向けた支出増を織り込み、上方修正されている。なお、2012年度については、平均値が+2.8%と復興需要の継続によって高成長が見込まれている。

図表3. 民間調査機関の2011・2012年度予測値

	富国生命		平均		最大		最小	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
	(前年比、%)							
名目国内総生産	▲0.7	2.4	▲1.1	2.6	▲0.2	3.4	▲2.0	1.4
実質国内総生産	0.3	2.8	0.1	2.8	0.6	3.4	▲0.6	2.4
民間最終消費	▲0.8	0.7	▲0.7	1.0	▲0.4	1.4	▲0.9	0.7
民間住宅投資	6.3	3.9	4.3	5.9	8.6	14.1	1.5	2.5
民間企業設備投資	2.6	5.7	1.3	5.8	3.7	8.3	▲1.9	4.6
政府最終消費支出	1.6	0.8	2.8	0.9	3.6	2.0	1.6	▲0.5
公的固定資本形成	8.1	7.5	6.3	5.4	14.8	21.4	1.2	▲5.1
財貨・サービスの輸出	0.6	8.9	▲0.8	8.8	2.4	12.1	▲3.9	6.5
財貨・サービスの輸入	5.2	6.0	4.6	6.3	7.2	8.4	1.2	2.7
鉱工業生産指数	0.3	11.2	▲0.7	9.2	1.4	11.2	▲4.4	7.6
国内企業物価指数	2.7	4.3	2.2	1.6	3.1	4.3	1.4	0.5
消費者物価指数(注1)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.9	0.7	0.2	0.3
為替レート(円/ドル)	85.0	89.5	85.2	89.3	89.0	94.0	82.0	82.0
米国実質成長率(暦年)	2.5	2.4	2.6	2.7	2.7	3.0	2.5	2.1

(資料)各社公表資料より富国生命集計、注1:消費者物価指数は生鮮食品を除く総合  
(備考)10機関は、第一生命経済研究所、大和総研、ニッセイ基礎研究所、日本経済研究センター、日本総合研究所、農林中金総合研究所、野村證券金融経済研究所、みずほ総合研究所、三菱総合研究所、富国生命

(財務企画部 森実 潤也)