りそなグループ

# りそな経済マンスリー

第 8 号

りそな銀行　総合資金部　エコノミスト　白鳥朋子

## 景気の見通し

- ✧ 欧州が 3 年ぶりに利上げ、日米欧の金融政策に方向性の違いが生じた
- ✧ 震災の直接被害に加え、電力不足と放射能汚染に関する風評被害が足枷に
- ✧ 日本経済が輸出主導で持ち直すシナリオに戻るのは年末

## 1. 景気の現状と見通し（平成 23 年 4 月 19 日現在）

**日米欧の金融政策に足並みの違い**

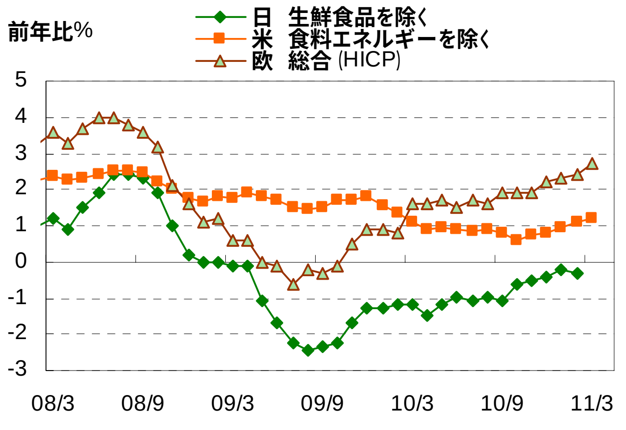
欧州中央銀行（ECB）が 4 月 7 日に約 3 年ぶりの利上げを実施し、日米欧にもついに金融政策の方向性に違いが生じました。産油国の政治的混乱が続き、原油先物価格の 1 バレル当たり 100 ドル超が定着する中、金融政策の軸足をインフレ防止に変更する国が増えています。一方、日米の中央銀行は今のところ参考にする物価指標の動きが落ち着いているため、利上げは考えづらい状況です（図表 1）。もっとも米国は 6 月末に量的緩和（QE2=Quantitative Easing 2）の終了を控え、予定通り終了となれば、緩和的な金融政策を正常化する過程へ一歩踏み出すことになります。こうした中、日銀は震災対応で金融緩和の一段の強化を行ったため、米国とも政策の差が拡大することになりました。

**震災の影響で日本の景気は 7-9 月期まで落ち込む**

震災の影響を確認できる経済統計はまだ限られています。しかし、東日本の電力不足と原子力発電所事故の解決には相当の時間がかかりそうなこともみえてきました。**日本経済が輸出主導で持ち直すとのシナリオの基本線は変えませんが、電力不足、原子力発電所事故による心理の悪化や風評被害等により、少なくとも 7-9 月期まで景気が落ち込む可能性が高いとみています。**

**図表1： 日米欧　中央銀行の参考物価指標**

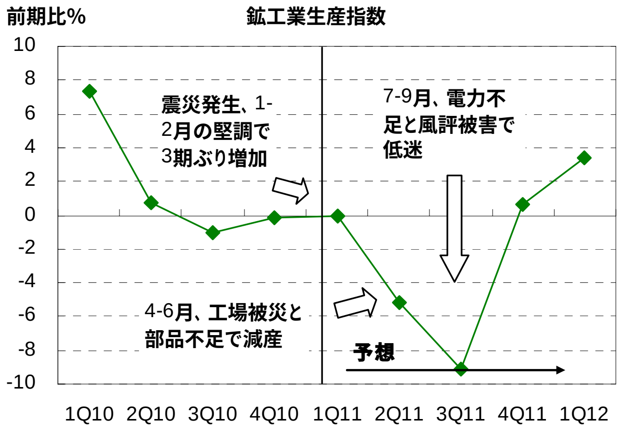
**ECB は 3 年ぶりの利上げに踏み切った**




出所：総務省、米労働省、Eurostat、りそな銀行

**図表2： 鉱工業生産指数（前期比）**

**7-9 月期まで生産は落ち込む可能性**




出所：経済産業省、りそな銀行
注：1Q=1-3 月期、2Q=4-6 月期、3Q=7-9 月期、4Q=10-12 月期

◎注意事項

*当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とに拘わらず、**弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。**また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。

*また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。**取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。**

## 1-1. 震災前の生産活動持ち直しを確認

**震災前に生産が持ち直していたことを確認**

2 月の鉱工業生産は前月比 1.8%増と 4 ヶ月連続で増加しました。輸送機械、一般機械などが増加し、震災発生前には生産活動が持ち直していたことが確認されました。生産予測調査によると、3 月は前月比 1.4%増、4 月は同 1.0%減という見通しで、調査通りであれば 1-3 月期は前期比 3.9%増の計算です。鉱工業生産指数は GDP の動きと相関が高く、震災なかりせば、2011 年 1-3 月期にも景気は足踏み局面から脱却していたと考えられます。

しかし、震災発生後、自動車各社が生産停止を余儀なくされたことから、3 月生産は予測から大幅に下振れたとみられ、1-3 月期は小幅の増加にとどまるとみています。さらに、調査は震災発生前であり、震災後の生産計画は大幅な見直しの必要に迫られたと考えられます。**震災による生産設備への直接的な被害が原因の生産活動の鈍化に加え、電力不足による稼働率低下や風評被害による輸出の不振などから 7-9 月期まで生産は低迷する可能性が高いとみています**（図表 2）。

## 1-2. 電力不足が全ての産業活動の足枷に

**東日本の電力不足が全産業活動の足枷に**

東日本の工場被災による部品不足は現在大きな混乱を招いていますが、工場の復旧や海外を含む他の地域での生産代替などで、4 月以降は徐々に収束するとみています。しかし、**東日本の電力不足こそ、長期的に生産にとどまらず全ての産業活動の足枷となると予想されます。**現在停止中の福島第 1、第 2、女川の各原子力発電所の発電量は日本全体の 10%弱にあたります。この 3 発電所が停止すれば、日本の全産業活動は 5%程度低下する試算です。さらに、原子力発電そのものの見直しということになれば、発電量は 3 割落ち、全産業活動は 10%以上落ち込むとみられます（図表 3）。

**東京電力管内は厳しい節電を迫られる**

東京電力は、15 日に冷房需要などが高まる 7 月のピークに向けて 5,200 万 Kw まで供給力を確保する見通しがついたと発表しました。しかし、記録的な暑さだった昨年 7 月の最大電力は 6,000 万 Kw、冷夏だった上にリーマン･ショック後の景気後退期で産業用需要も小さかった 2009 年 7 月でさえ最大電力は 5,500 万 Kw に達しました（図表 4）。気象庁によると今夏は平年並みの気温との予報にもかかわらず、節電意識の高まりを背景に経済産業省は最大電力を 5,500 万 Kw と想定しています。夏に向けて厳しい節電が迫られることは確実です。東京電力の見通しに基くと、全産業活動は 2%低下する計算です。

**図表3：電力不足による全産業活動への影響（当社試算）**

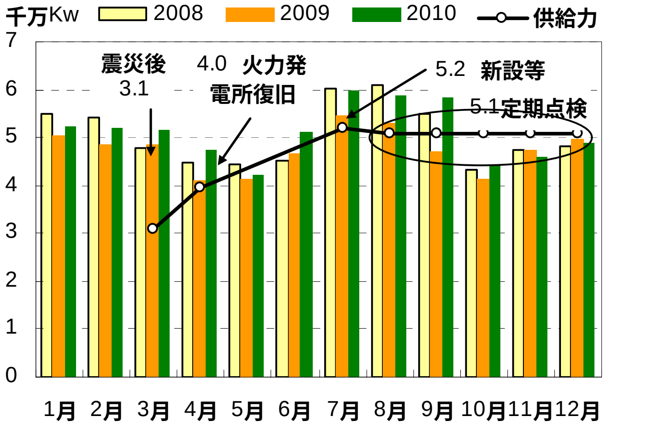
**電力不足が全ての産業活動の足枷に**

| ウェイト | 1.6 | 98.4 |
|---|---|---|
| 前年比% | 電気業活動指数 | 全産業活動指数(除く電気業) |
| ○女川、福島第1、第2が停止　総発電量は1割減少 | | |
| 2011年1-3月 | -1.4 | -1.4 |
| 2011年4-6月 | -10.0 | -4.8 |
| 2011年7-9月 | -10.0 | -4.8 |
| ○全原発が停止　総発電量は3割減少 | | |
| 2011年1-3月 | -1.4 | -1.4 |
| 2011年4-6月 | -30.0 | -13.9 |
| 2011年7-9月 | -30.0 | -13.9 |
| ○東京電力の供給力が5200万Kwまで回復 | | |
| 2011年1-3月 | -1.4 | -1.4 |
| 2011年4-6月 | 0.5 | -0.1 |
| 2011年7-9月 | -4.1 | -2.1 |

出所：資源エネルギー庁、経済産業省、東京電力、りそな銀行

**図表4：東京電力　最大電力実績と供給力見通し**

**今夏の電力不足は決定的**




出所：資源エネルギー庁、経済産業省、りそな銀行

◎表紙の注意事項をよくお読みください。

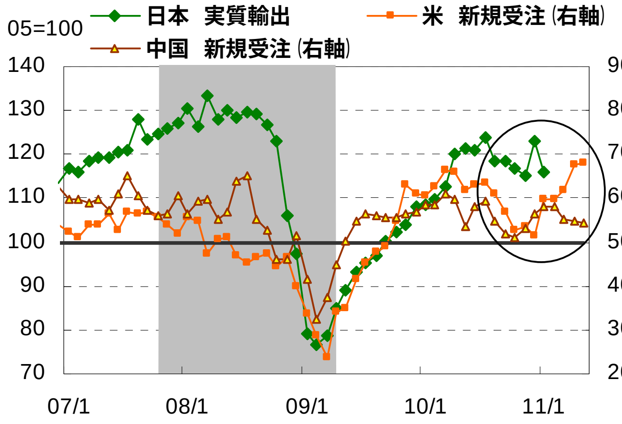
## 1-3. 風評被害の拡大を懸念

**外需は強いが、風評被害の拡大で秋まで輸出が低迷する可能性**

国内では、原子力発電所の事故処理が長引き、消費者や企業の心理が急速に悪化しています。一方、世界経済は堅調であり、外需は潜在的には強いとみています（図表 5-6）。3 月中旬までの輸出は底堅かったことも確認されています（図表 7）。日本が電力や部品の不足にうまく対処し、製品全般に広がる前に風評被害が収束すれば、輸出が長期低迷するような環境ではないと考えられます。ロイターニュースによると、国際貨物の検査などを行う日本海事協会は、これまで一般貨物の放射能検査実績がなかったものの、3 月下旬から 4 月 13 日までに 400 件を超える検査を実施。輸出先からの要望で、部品から船舶まで対象になったといいます。**風評被害は理屈で割り切れないところがあり、対応は難しいと予想され、秋頃までは輸出が低迷する可能性もあるとみています。**自動車や鉄鋼など一部の業界団体が風評被害防止の取り組みを始めましたが、国としての取り組みが強く求められます（図表 8）。

**図表5： 米中新規受注指数と日本の輸出**

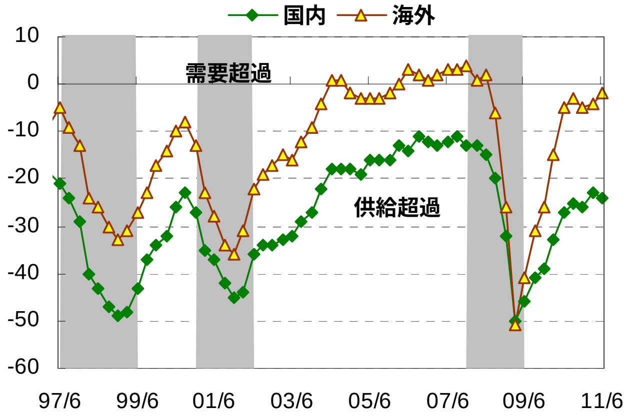
**米中の新規受注指数は外需の底堅さを示す**




**出所：日銀、米ISM、中国国家統計局、内閣府、りそな銀行**
**注：灰色は日本の景気後退期**

**図表6： 日銀短観　需給判断 DI（大企業全産業）**

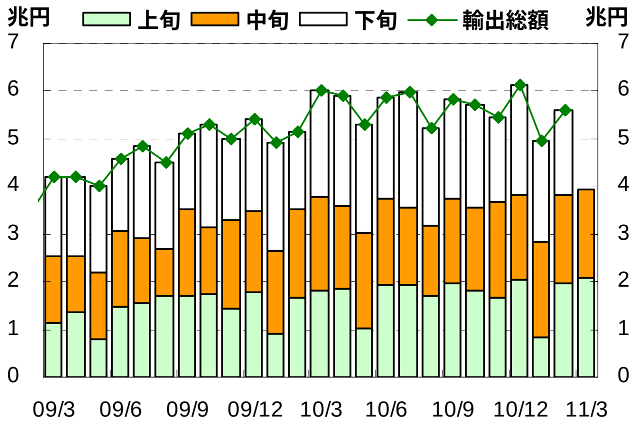
**震災前の回答が大半ながら、海外需要は強めの見通し**




**出所：日銀、内閣府、りそな銀行**
**注：灰色は景気後退期、直近は先行き判断**

**図表7： 輸出額の内訳**

**3 月中旬までの輸出は底堅く推移していた**




**出所：財務省、りそな銀行**
**注：上旬=1-10 日、中旬=11-20 日、下旬=21 日-月末**

**図表8： 日本自動車工業会 HP より**

**業界団体が風評被害防止に取り組み**

**出所：日本自動車工業会、りそな銀行**

**◎表紙の注意事項をよくお読みください。**

## 1-4. 震災後、消費者心理が全国的に悪化

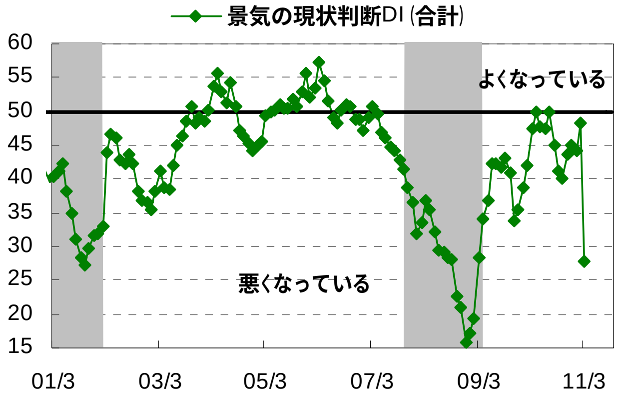
2 月の二人以上世帯の実質消費支出は前年比 0.2%減、5 ヶ月連続の減少でした。自動車等関係費、たばこ等の諸雑費の減少が主因です。エコカー補助金終了の影響は続いており、自動車等購入費は 10 月以降 5 ヶ月連続の減少です。

**震災後、消費者心理は全国的に悪化**

4 月 8 日に発表された 3 月の景気ウォッチャー調査は、震災後の消費者心理を最も早く確認できる指標となりました(調査期間:3 月 25 日～31 日)。被災にもかかわらず、東北地方の回答率は 91.4%とほぼ通常(92-96%)通りでした。全国の現状判断 DI は、判断の分かれ目である 50 超えもみえていた 2 月の 48.4 から 27.7 へ低下、**被災地以外でも消費者心理の悪化が確認されました**(図表 9)。個人消費関連に絞ってみると、それでも家電エコポイント制度終了に向けた駆け込み購入の動きはあったようで、家電量販店の現状判断 DI は 2 月からほぼ横ばいにとどまりました。一方、**全国的な自粛ムードと首都圏の計画停電実施などから外出を控える動きがあり、百貨店、旅行、飲食、レジャー施設などの判断悪化が目立ちます。**また、自動車・備品販売店は、自動車生産が震災で止まったことで判断 DI が大きく低下しています(図表 10)。震災直後の調査であり、東北地方では「コメントできる状態にない」という調査員も多くみられ、今後さらに判断が悪化する可能性も残ります。

**図表9: 景気ウォッチャー調査 現状判断(全国、合計)**

**調査は震災後の消費者心理の急激な悪化を示した**




出所:内閣府、りそな銀行
注:灰色は景気後退期

**図表10: 景気ウォッチャー調査 現状判断 DI 内訳**

**震災後外出を控える動きが、不要不急の消費の逆風に**

| 現状判断DI | 2月 | 3月 | 前月差 |
|---|---|---|---|
| 小売 | 48.9 | 27.4 | -21.5 |
| 商店街・一般小売店 | 41.1 | 23.8 | -17.3 |
| 百貨店 | 55.6 | 15.8 | -39.8 |
| スーパー | 53.1 | 41.7 | -11.4 |
| コンビニエンスストア | 57.0 | 38.8 | -18.2 |
| 衣料品専門店 | 41.7 | 18.5 | -23.2 |
| 家電量販店 | 40.3 | 40.4 | 0.1 |
| 自動車・備品販売店 | 56.3 | 24.7 | -31.6 |
| 飲食 | 43.4 | 15.9 | -27.5 |
| 旅行・交通 | 40.9 | 9.9 | -31.0 |
| レジャー施設 | 44.3 | 20.3 | -24.0 |

出所:内閣府、りそな銀行

## 1-5. 雇用も全国的に悪化する可能性

2 月の労働力調査は東日本の震災により、岩手県、宮城県、福島県の調査票が受領できず、3 県はその他の地域と同様とみなして推計されました。総務省は 1 月につき同様の方法で試算した結果は実績より上振れたとしており、2 月の結果は割り引いてみた方がよいようです。失業率は 4.6%と前月比 0.3%ポイント改善しました。就業者数が前月比 37 万人増と 3 ヵ月連続で増加する一方、失業者は同 19 万人減少、職探しをしていない人が含まれる非労働力人口は同 14 万人減少しました。

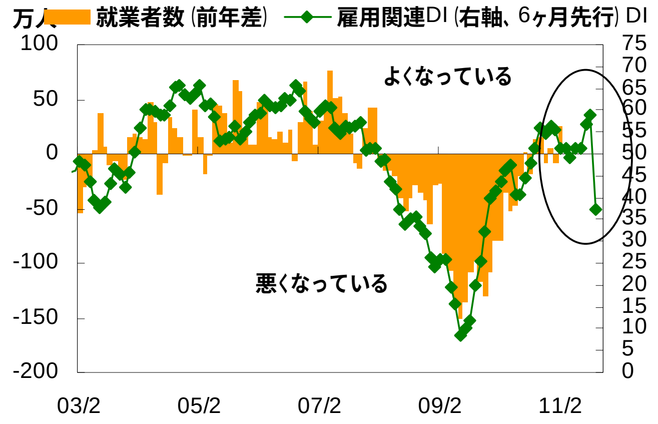
**電力不足による営業時間短縮などが雇用悪化につながる可能性**

**3 月以降は被災地だけでなく、全国的に雇用環境は悪化する可能性が高いとみています。**電力不足に伴い、東日本の商業施設や工場の営業(稼動)時間短縮の動きがある一方、部品供給の混乱による**工場の稼働率低下が全国に拡大しているためです。**東日本で生産できない分をその他の地域で代替生産する動きもあるものの、前述の 3 月景気ウォッチャー調査では、雇用関連 DI が 58.9 から 37.3 へ急悪化しています。雇用関連 DI は就業者数の動きに半年ほど先行する傾向があり、このところの改善から下期には就業者数が増加に転ずるとみていましたが、先行きは不透明になってきました(図表 11)。

◎表紙の注意事項をよくお読みください。

**図表11： 就業者数と景気ウォッチャー雇用 DI**

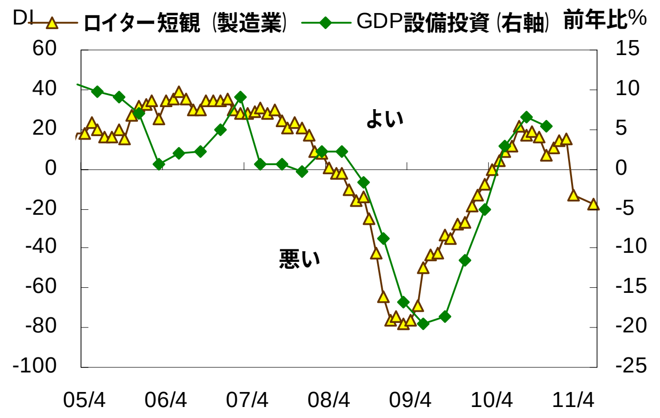
**震災後、雇用関連 DI は急激に悪化した**




出所：総務省、内閣府、りそな銀行

**図表12：ロイター短観製造業業況判断 DI と設備投資**

**企業心理は急激に悪化、新規設備投資先送りの可能性**




出所：ロイター、内閣府、りそな銀行
注：業況判断 DI の直近は 7 月の見通し

## 1-6. 国内設備投資は低調が続く

**復興需要の一方、計画先送りもあり、設備投資は低調が続くとみる**

**設備投資は低調が続くとみています。**内閣府は今回の震災によるインフラや企業設備、住宅などへの直接的な被害額を 16-25 兆円と試算しています。いわゆる復興需要はこれが復元される動きです。しかし、電力不足や原子力発電所の事故など震災の「二次被害」の長期化が予想され、企業も設備投資には慎重にならざるを得ないと考えられます。

3 月調査日銀短観は、7 割の企業が震災前に回答していたため、震災の影響は十分に織り込まれていませんでした。しかし、4 月 14 日発表の 4 月ロイター短観調査では、大企業のみながら震災による企業心理の悪化がうかがえました（調査期間：3 月 25 日～4 月 11 日）。同調査の月次業況判断 DI は、日銀短観と同じ方法（「良い」と答えた企業の割合－「悪い」と答えた企業の割合）で作成されます。4 月の製造業 DI は 3 月の+15 から-13 へ、非製造業 DI は+3 から-15 へ悪化、共に前月比の悪化幅は過去最大でした。業種別では、輸送機械が 3 月の+31 から-38 へ、運輸・電力が同-7 から-36 へ悪化したことを筆頭に、電機を除く全業種の業況判断が悪化しました。

**震災による企業心理悪化は、設備投資減少の可能性を示す**

ロイター短観の業況判断 DI から推測されるのは、小幅の増加に転じていた設備投資が再び減少する可能性です（図表 12）。**被災した企業が設備を復旧する動きの一方で、東日本での電力供給体制を含め、先行きの不透明感が高い中、新規の設備投資をしばらく先送りする企業は多いとみています。**また、中長期的には今回の震災を教訓に生産施設の大胆な分散を図る動きも出てくると考えられ、設備投資の海外シフトが一段と進む可能性もあるでしょう。

## 2. 米国－雇用・住宅の回復が鈍い

**QE2 終了、ガソリン価格上昇も景気回復**

米国では、FRB による国債購入など量的緩和（QE2= Quantitative Easing 2）の 6 月末終了が近づく中、オバマ大統領が 4 兆ドルの財政赤字削減計画を発表したことなど、金融・財政政策に「脱緩和」の動きがみられます。一方、ガソリン小売価格の上昇で消費者心理の改善が頭打ちになるなど、懸念される動きも出ています（図表 13）。

**雇用改善ピッチは加速したが、失業率は依然高水準**

3 月雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比 21.6 万人増と 6 ヶ月連続かつ 20 万人を超える増加となり、失業率も 8.8%へ低下しました。しかし、失業率は過去平均の約 6%にはほど遠く、求職活動を一旦止めた人を含む非労働力人口が依然高水準にあり、彼らの一部でも求職活動を再開すれば失業率の再上昇が避けられません。雇用の正常化にはまだ時間が必要です。

◎表紙の注意事項をよくお読みください。

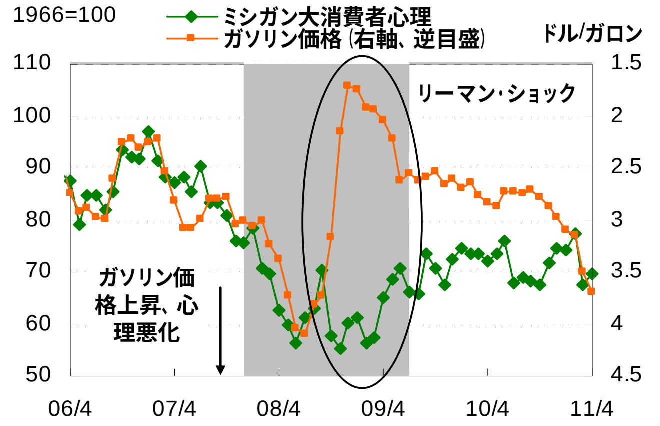
**中古在庫の積みあがりで、新築販売は過去最低**

住宅市場については、主流の中古住宅販売件数の最悪期は過ぎたようです。ただし、2 月の新築住宅販売は 25 万件と 1963 年の統計開始以来最低にまで落ち込んでいます。差し押さえ増加などで中古住宅の在庫が高水準にあるためです（図表 14）。足元は販売在庫と発売戸数の合計が、住宅販売件数の 8 ヶ月分ほどに積みあがっています。これが過去平均の半年分程度に落ち着くことが住宅市場回復の一つの目安とみています。

冒頭に述べた物価の動きに加え、雇用や住宅の状況を踏まえると、金融の量的緩和は 6 月に予定通り終了しても、米国経済は未だ回復途上であり、FRB が利上げに踏み切るのはまだ先との見方が、今のところはコンセンサスです。

**図表13：米国　消費者心理とガソリン価格**

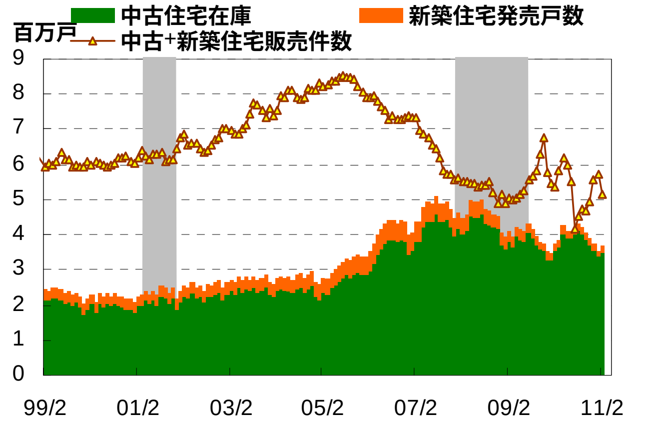
**消費者心理とガソリン価格の関係も平常に戻ったが･･･**




出所：ミシガン大、NBER、EIA、りそな銀行
注：灰色は景気後退期

**図表14：米国　住宅販売と在庫（灰色は景気後退期）**

**差し押さえ増加で中古在庫は高水準にある**




出所：米商務省、全米不動産協会、NBER、りそな銀行
注：販売件数は年率換算

## 3. 中国－金融引き締めは続行の見通し

**金融引き締めは続行の見通し**

**中国では、実体経済が好調な中、物価上昇が続いており、当局は金融の引き締めを続けるとみられます。**中国の 2011 年 1-3 月期実質 GDP 成長率は前年比 9.7%増と、引き続き高い伸びを示しました（図表 15）。3 月の鉱工業生産も前年比 14.8%増を維持し、実体経済の堅調を示しています。ただし、1-3 月期は 10 億ドルとわずかながら、7 年ぶりの貿易赤字となりました。輸出が 3,996 億ドルと前年比 26.5%増加したものの、輸入が原油など原材料輸入の増加で同 32.6%増、過去最大の 4,006 億ドルに膨らんだためです。

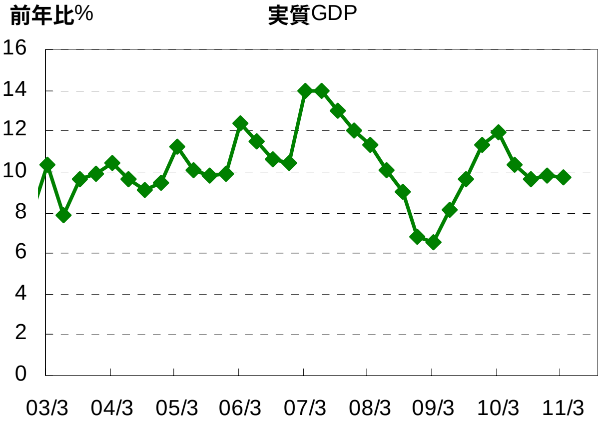
**物価上昇は続いている**

3 月の消費者物価指数は前年比 5.4%上昇と、昨年 11 月以来の 5%を超える伸びとなりました。食品中心に物価上昇は止まっていません（図表 16）。3 月には中国全土 70 都市のうち 68 都市で不動産価格も上昇しています。また、中国では不動産向け融資の比率が高いといわれる新規融資額も 3 月は 6,794 億元と、昨年を上回る高水準となりました。当局はこうした状況を踏まえ、4 月 6 日の追加利上げや 21 日の預金準備率引き上げなど、金融引き締めの動きに出たとみられます。中国の金融引き締めは当面続く可能性が高いとみますが、今のところ前述のように金融の引き締め過ぎが景気の失速につながる兆しは出ていません。

◎表紙の注意事項をよくお読みください。

**図表15： 中国 実質 GDP 成長率（前年比）**

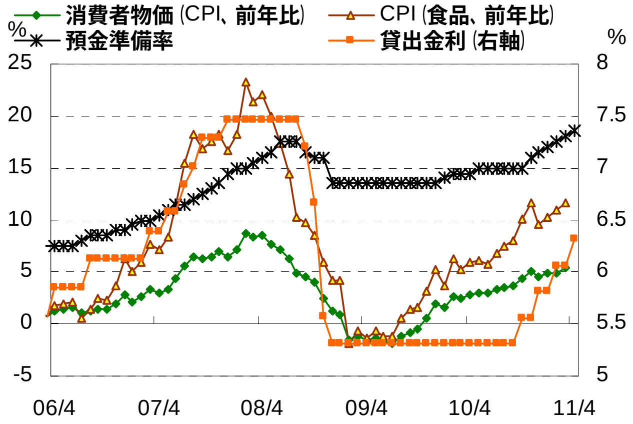
**2011 年 1-3 月期も 10%程度の成長率を維持**




出所：中国国家統計局、りそな銀行

**図表16： 中国 消費者物価、預金準備率、貸出金利（1 年）**

**食品価格の上昇は続き、消費者物価は上昇傾向**




出所：中国国家統計局、中国人民銀行、りそな銀行

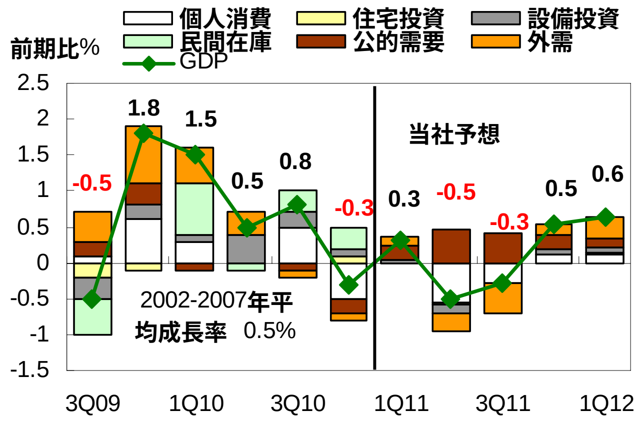
## 4. 日本の GDP 予想ー輸出主導の持ち直しに復帰するのは年末

**震災により、4-6 月期、7-9 月期はマイナス成長の見通し**

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。現時点ではデータが限られているものの、**東日本大震災という大きなショックを乗り越えて輸出主導の持ち直しシナリオに戻るのは、年末とみています。**個人消費は、家電エコポイント終了と震災による心理悪化からしばらく落ち込む見通しです。また、輸出は 4-6 月期には部品不足、7-9 月期には東日本の電力不足と風評被害の拡大などで低迷する予想です。震災復興に関連した政府消費や公共投資などの公的需要がこうした落ち込みを下支えするものの、**4-6 月期、7-9 月期と 2 期連続のマイナス成長は避けられないとみています**（図表 17、18）。

**図表17： 実質 GDP 成長率予想（前期比）**

**2011 年 4-6 月期、7-9 月期はマイナス成長の見通し**




出所：内閣府、りそな銀行

注：1Q=1-3 月期、2Q=4-6 月期、3Q=7-9 月期、4Q=10-12 月期

**図表18： 実質 GDP 成長率予想（年度）**

**2011 年度予想を大幅下方修正**

| %、内訳は寄与度 | 2008年度 実績 | 2009年度 実績 | 2010年度 予測 | 2011年度 予測 | 2012年度 予測 |
|---|---|---|---|---|---|
| 実質GDP | -4.1 | -2.4 | 2.9 | 0.0 | 1.2 |
| 個人消費 | -1.2 | 0.0 | 0.6 | -0.8 | 0.2 |
| 設備投資 | -1.1 | -2.1 | 0.7 | 0.0 | 0.2 |
| 外需 | -1.2 | 0.3 | 1.2 | -0.4 | 0.7 |

出所：内閣府、りそな銀行

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください

◎表紙の注意事項をよくお読みください。