

## 景気の見通し

- ◇ 足元、世界的に景気減速の兆しが出ている
- ◇ 電力不足の全国的拡大は日本経済の新たな重石
- ◇ 実質GDPが震災前の水準に戻るのには年末

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 6 月 21 日現在)

米国や中国など世界的に景気減速の兆し

公表された経済指標に景気減速を示すものが増えています。米国では企業や消費者の心理改善が止まり、雇用の増加ピッチが鈍化しています。中国の指標も成長の勢いが落ちていることを示しています。一方、欧州は比較的堅調で物価上昇率が目標を依然超えているため、欧州中央銀行(ECB)は 7 月の利上げを示唆しました。ただし、抜本的解決にはほど遠いギリシャの債務問題が折に触れて蒸し返される状況が続いています。

日本の夏場の回復はそれほど強くない見通し

日本の経済指標の多くは東日本大震災直後に比べれば状況が改善したことを示したものの、震災前に戻るには時間が掛かることを示唆しています。東京電力の供給力増強で一旦落ち着いた電力不足問題が全国に拡大していることも新たな重石です。西日本で傾斜生産するような計画は見直さざるを得なくなり、今夏の経済活動への影響は不可避とみられます。**電力不足と海外景気の減速により、夏場の回復はそれほど強くない可能性が高いと考えられ、実質GDPが震災前の水準に戻るのには年末とみています。**

#### 1-1. 電力不足は全国的な問題に

電力不足が全国に

各地の原子力発電所で定期点検終了後の再稼動に目途が立たない例が増えています。福島事故や浜岡原子力発電所の運転停止後、運転再開に際しての地元自治体からの「理解」を得られなくなったためです。九州電力と関西電力も原子力発電所の再稼動が出来ず、契約者に節電協力を要請しました。日本全体で原子力発電所は 71 基(定

図表1: 全原子力発電所と運転状況(灰色は停止中)

定期点検後の再稼動に目途が立たない例が増加

所属	原子力発電所	定格出力(万Kw)	運転情報	所属	原子力発電所	定格出力(万Kw)	運転情報	所属	原子力発電所	定格出力(万Kw)	運転情報	所属	原子力発電所	定格出力(万Kw)	運転情報	
北海道	泊	57.9	定期検査中	東京	福島第2	110.0	被災	中部	浜岡	0.0	運転終了	北陸	志賀	54.0	停止中	
		57.9	検査予定			110.0	被災			0.0	運転終了			135.8	定期検査中	
		91.2	定期検査中			110.0	被災			110.0	定期検査中			46.0	定期検査中	
東北	東通	110.0	定期検査中	柏崎刈羽	110.0	被災	関西	美浜	113.7	運転停止	中国	島根	82.0	定期検査中		
		52.4	被災		110.0	検査予定			138.0	運転停止			56.6	検査予定		
		82.5	被災		110.0	定期検査中			34.0	定期検査中			56.6	定期検査中		
		82.5	被災		110.0	定期検査中			50.0	定期検査中			89.0	定期検査中		
日本原子力発電	東海第2	110.0	被災	50ヘルツ計	2,527		高浜	高浜	82.6	定期検査中	九州	玄海	55.9	定期検査中		
		35.7	定期検査中		110.0	定期検査中			82.6	定期検査中			55.9	定期検査中		
		116.0	停止中		135.6	検査予定			87.0	検査予定			118.0	定期検査中		
東京	福島第1	46.0	被災	50ヘルツ計	549 (304)	118.0	定期検査中	大飯	大飯	117.5	60ヘルツ計	1,339	川内	89.0	定期検査中	
		78.4	被災							117.5				検査予定	89.0	検査予定
		78.4	被災							118.0				定期検査中	89.0	定期検査中
		78.4	定期検査中							118.0				検査予定	89.0	定期検査中
		78.4	定期検査中							110.0				定期検査中	118.0	検査予定

出所: 各社 HP、りそな銀行

注: 「検査予定」は 9 月までに前回検査から 1 年以上経過するもの

#### 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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。**

格出力合計 4,911 万 Kw)ありますが、被災や定期点検中が 53 基あり、現在運転中は 18 基のみです。原子力発電所は 13 ヶ月おきに定期検査を実施するため、うち 7 基(定格出力計 654 万 Kw)が 9 月までに定期検査に入るとみられます(図表 1)。

火力発電所の稼働率上昇等で補っているものの、各地で原子力発電所の再稼働延期が相次ぎ、電力不足は全国的な問題になっています。海江田経済産業担当大臣は定期点検済みの原子力発電所の再稼働を各県の知事に要請していますが、最悪のケースとみていた全ての原子力発電所の運転停止という事態も現実味を帯びています。

## 1-2. 内外の需要が震災前を下回る中、生産回復は持続するか

生産は3月が底だったが、震災前の水準を回復するの

4 月の鉱工業生産統計は前月比増加に転じました。震災による生産活動の停滞は 3 月が底であったことが示されたものの、1.6%という増加率は予想を大きく下回りました。業種別では、蒸気タービン部品や発電機など発電関連の特需があった、一般機械や電気機械は反発したものの、16 業種中、増加に転じたのは半数にとどまりました。

地域別では東北(青森・岩手・宮城・秋田・山形・福島)、関東(茨城・栃木・群馬・埼玉・千葉・東京・神奈川・新潟・山梨・長野・静岡)など東日本が反発する一方、中部(富山・石川・岐阜・愛知・三重)や近畿(福井・滋賀・京都・大阪・兵庫・奈良・和歌山)は引き続き減少となりました。被災地以外の低迷は、自動車生産停滞の影響が大きいものの、震災後の全国的な景気減速の表れと考えられます(図表 2)。

生産予測は、内外センチメントに比べ、強気過ぎる

先行きは生産予測調査によると、6 月に震災前の水準に戻る見通しです。しかし、回復はもう少し緩やかとみています。サプライチェーン分断など供給側の問題は解決しつつあるようですが、需要が弱いためです。内需の先行きを景気ウォッチャー調査の家計動向関連 DI で占うと、夏に向け内需も回復の見込みです。しかし、生産予測調査の回復ピッチは、ほぼ一致してきた両者の動きからすると強気過ぎる感があります(図表 3)。また、外需も、3 ヶ月先の輸出の動向がうかがえる、米国と中国の新規受注指数が足元で低下していることから、夏は弱含みとみられます。公表されている指標からすると、夏の内外需とも震災前の水準を下回る可能性が高いとみられます。さらに節電要請が全国に拡大していることも足枷となり、生産の回復は経済産業省の予測調査ほど強くないか、回復は一時的で持続しない、というリスクがあるとみています。

在庫増加は生産調整の可能性を示す

また、震災による生産停滞が引き起こした自動車関連や食品たばこなどのモノ不足に注目が集まりましたが、液晶関連など在庫が急増しているセクターも散見されます。夏の電力不足に備えて在庫を多めに積む動きもあるかもしれませんが、震災発生が家電エコ

図表2: 鉱工業生産・在庫指数 地域別

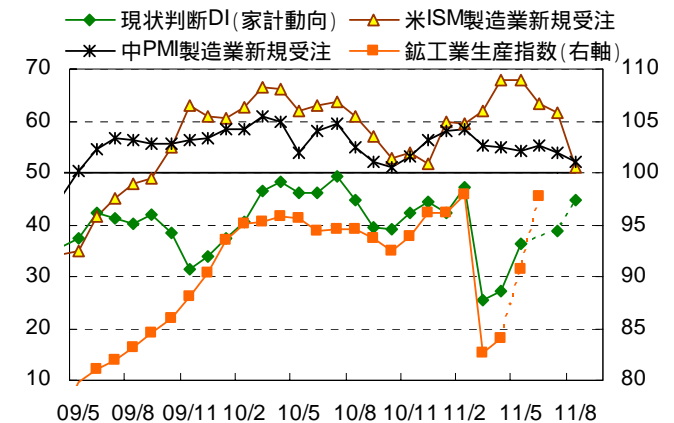
被災地以外で生産が引き続き減少

前月比%	生産		在庫	
	11/3	11/4	11/3	11/4
全国	-15.5	1.6	-4.2	0.5
北海道	-5.6	2.3	2.3	0.4
東北	-35.1	10.1	-15.3	-6.3
関東	-19.8	6.7	-6.5	-2.1
中部	-18.1	-6.7	-3.6	-1.0
東海	-20.3	-6.1	作成せず	
近畿	-5.0	-0.5	0.7	3.1
中国	-6.6	0.0	-2.6	1.6
四国	1.6	-1.4	1.6	-0.3
九州	-8.0	3.9	-1.2	5.0

出所: 経済産業省、りそな銀行

図表3: 鉱工業生産指数と内外需の先行き

内外センチメントと比べ強気な生産の見通し

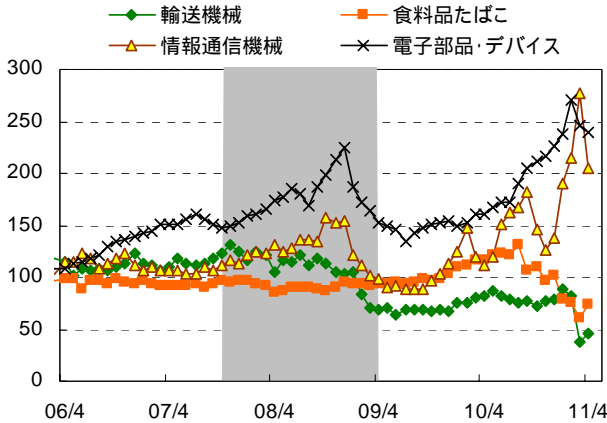


出所: 経済産業省、内閣府、米 ISM、中国国家统计局、りそな銀行  
注: 生産指数の点線は予測調査、家計動向 DI の点線は先行き、新規受注指数は 3 ヶ月先行してある

ポイント制度終了前の駆け込み購入を不発に終わらせ、全国に自粛ムードを広げたことで、消費全体に水を差したことが背景にあるとみられます。いずれにせよ、在庫の増加は今後の生産調整の可能性を示しています(図表4)。

図表4: 鉱工業生産統計より在庫(灰色は景気後退期)

大型液晶素子や液晶テレビの在庫が増加している



出所: 経済産業省、りそな銀行

図表5: 地域別名目消費の状況

消費の減少幅は縮小、被服及び履物など増加する品目も

%	全国		東北地方及び関東地方		他の地方		
	3月	4月	3月	4月	3月	4月	
消費支出(名目増減率)	-8.4	-2.5	-10.5	-3.0	-6.7	-2.1	
寄与度	食料	-0.32	-0.25	-0.61	-0.65	-0.11	0.07
	住居	-0.97	-0.49	-2.65	-1.28	0.34	0.16
	光熱・水道	0.20	-0.10	0.29	-0.33	0.12	0.08
	家具・家事用品	-0.35	-0.08	-0.39	0.15	-0.31	-0.26
	被服及び履物	-0.65	0.17	-0.88	0.16	-0.46	0.18
	保健医療	0.25	0.13	0.12	-0.28	0.35	0.46
	交通・通信	-1.89	-0.07	-1.77	0.92	-1.97	-0.89
	教育	-1.03	-0.84	-0.90	-1.53	-1.13	-0.29
	教養娯楽	-2.07	-0.46	-2.22	-0.74	-1.96	-0.24
	その他	-1.55	-0.50	-1.48	0.60	-1.59	-1.39

出所: 総務省、りそな銀行

### 1-3. 消費は底打ちしたが、震災前の回復には時間が必要

消費の落ち込みはやや緩和

4月の二人以上世帯の消費支出は前年比2.5%減と、減少幅が縮小しました。地域別では、東北・関東地方が同3.0%減。その他の地方も同2.1%減と共に落ち込みは緩んでいます。品目別では、私立高校授業料などの教育費(-0.84%ポイント)、設備修繕等の住居費(-0.49%ポイント)の減少が目立ちました。住居費は、東北・関東地方で減少したものの、その他の地方では増加しており、資材不足による工事の延期も影響した可能性があります。一方、被服及び履物(0.17%ポイント)は半年ぶりの増加に転じました。東北・関東地方の増加には被災により必要に迫られた購入も含まれるとみられますが、その他の地方でも増加したことは注目されます(図表5)。

小売は、業種により明暗が分かれる

4月の小売販売統計でも衣服・身の回り品小売業の販売額は同4.5%増と、昨年10月以来の高い伸びだったように、消費が底打ちしつつあることは5月の景気ウォッチャー調査でも確認されました。小売関連DIは前月比9.2ポイント上昇し、過度な自粛ムードの収束をうかがわせます。しかし、家電量販店、コンビニエンスストア、百貨店が節電需要などを取り込んで急改善する一方、自動車・備品販売店の回復は鈍く、震災の影響が比較

図表6: 景気ウォッチャー調査 現状判断DI内訳

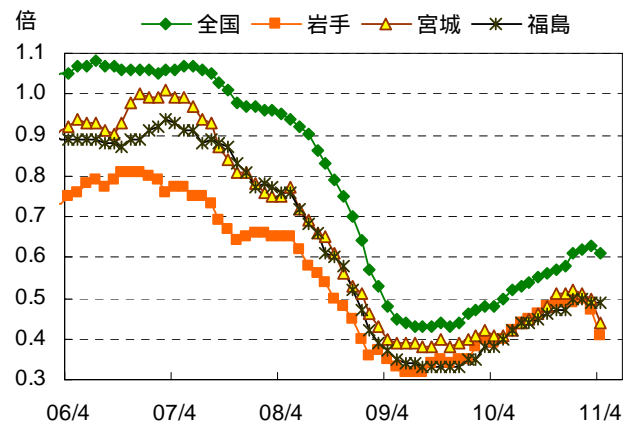
消費は底打ちしつつあるが、業種により明暗が分かれる

現状判断DI	2月	3月	4月	5月	3月-2月	直近-3月
小売	48.9	27.4	29.2	38.4	-21.5	11.0
商店街・一般小売店	41.1	23.8	25.2	33.7	-17.3	9.9
百貨店	55.6	15.8	35.0	45.4	-39.8	29.6
スーパー	53.1	41.7	34.0	35.3	-11.4	-6.4
コンビニエンスストア	57.0	38.8	35.1	50.6	-18.2	11.8
衣料品専門店	41.7	18.5	27.0	35.8	-23.2	17.3
家電量販店	40.3	40.4	30.3	52.2	0.1	11.8
自動車・備品販売店	56.3	24.7	17.6	33.1	-31.6	8.4
飲食	43.4	15.9	20.7	30.3	-27.5	14.4
旅行・交通	40.9	9.9	13.1	27.2	-31.0	17.3
レジャー施設	44.3	20.3	26.5	38.4	-24.0	18.1

出所: 内閣府、りそな銀行

図表7: 地域別有効求人倍率

被災地の求職者が増加、有効求人倍率は大きく低下



出所: 厚生労働省、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。

的小さかったスーパーは3月を下回る水準で低迷しています。景気ウォッチャー調査員からは、消費者の節約志向の根強さを指摘するコメントも多く寄せられ、個人消費が震災前の状況を回復するにはまだ時間がかかるとみられます(図表6)。

### 1-4. 被災地を除くベースでも雇用実態は悪化

4月の失業率は被災地を除くベースでも悪化

労働力調査は震災により調査が出来ない、岩手、宮城、福島を除いたベースでの公表が続いており、実態が確認できない状況です。しかし、4月の失業率は4.7%と、前月比0.1ポイントの悪化、就業者数は同14万人減と被災地以外でも、雇用情勢は悪化しています。被災地の調査が再開されれば、失業率は更に悪化するとみえています。

震災を理由とした求職者は4万人

一方、ハローワークにおける求人求職の状況をまとめた、有効求人倍率は被災地の状況がある程度反映されています(図表7)。この統計は職の見つけやすさを示し、1倍を超えると求職者1人に対して求人が1件以上あることとなります。4月は0.61倍と前月比0.02ポイント低下し、1年ぶりに改善が止まりました。都道府県別では岩手と宮城が同0.06ポイントと最大の低下となりました。厚生労働省が別に発表した「震災による雇用の状況(速報値)」によると、3月28日から6月5日までに岩手、宮城、福島で交付された離職票は12.0万件と前年比2.3倍に増加、震災を理由とした求職者数は4.0万人にのぼります。被災者向けの求人が4.2万件あるものの、岩手、宮城、福島県内からの求人は4,369件にとどまり、居住地と勤務地のミスマッチから就職が容易に進まない恐れがあります。また、富山、山梨、静岡、鳥取などでも有効求人倍率の低下がみられ、震災を引き金にした景気の落ち込みが全国に影響していることがうかがえます。

### 1-5. 復興の一方、計画先送りもあり、国内設備投資は低調

震災による先送りもあり、国内設備投資は低調が続く

設備投資は引き続き低調という見方は変えていません。復旧・復興に伴う設備投資の増加が期待されているものの、原子力発電所事故や電力不足の抜本的な解決が図られない中、新規の設備投資を先送りする企業が多いとみえています。また、これを契機に生産拠点を海外へ分散する動きも加速するでしょう。

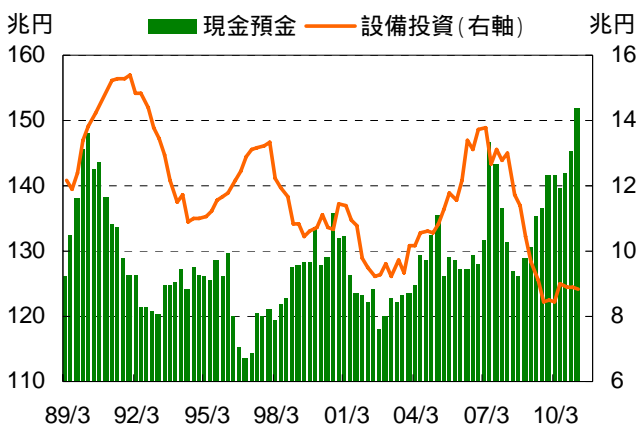
1-3月期の手元資金は過去最大

2011年1-3月期の法人企業統計は、震災被害の大きかった地域の調査を延期、全国平均を基に補完推計した結果が公表されました。全産業合計では、売上高が2四半期連続、経常利益も8四半期連続の前期比増加でした。一方、ソフトウェアを除く設備投資額は、4期ぶりに前期比で減少しました。増収増益で手元資金も151兆円と過去最大に積み上がっているにもかかわらず、設備投資が低調な状況に変化はありません(図表8)。

機械受注は国内設備投資低迷を示唆

また、国内設備投資に3-6ヶ月先行する指標である船舶・電力を除く民需からの機械

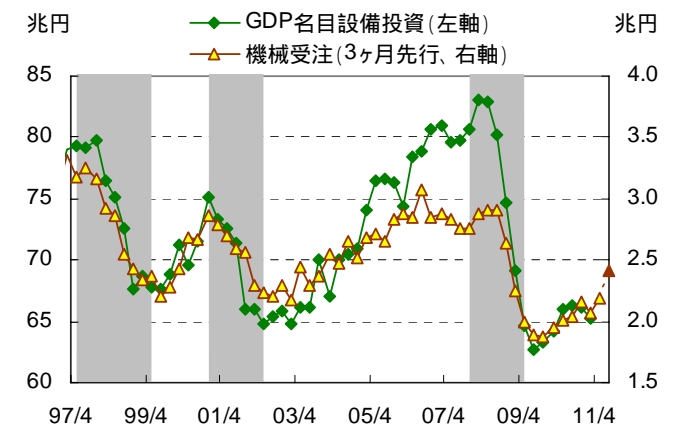
図表8: 手元資金とソフトウェアを除く設備投資



出所: 財務省、りそな銀行  
注: 季節調整済み、全産業全規模合計

図表9: GDP設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

国内設備投資は増加傾向だが、低水準が続く見通し



出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 機械受注(船舶・電力を除く民需)の直近は内閣府見通し

表紙の注意事項をよくお読みください。

受注は、4月に前月比 3.3%減と4ヶ月ぶりの減少に転じました。内閣府によると、4-6月期は前期比 10.4%増の見通しですが、見通し通りに 2003年 1-3月期以来の 10%を超える増加となったとしても、国内設備投資は過去の景気のボトム程度までしか戻らないことが示唆されています(図表 9)。

## 2. 米国 - 足元の景気は減速中

指標は足元の景気減速を示す

米国の主要経済指標はこのところ景気の減速を示しています。特に5月の雇用統計で、雇用の増加ピッチが大幅に鈍化したことは、米国景気に対する悲観論が勢いづくきっかけとなりました。FRB(Federal Reserve Board 連邦準備制度理事会)による QE2(量的金融緩和第2弾)の6月末終了も控え、金融市場は不安定になっています。

雇用増加ピッチの鈍化とセンチメント悪化

5月の雇用統計は市場予想を大きく下回りました。非農業部門雇用者数は前月比 5.4万人増と、20万人程度増加していた4月までと比べ、見劣りしました。輸送機械製造が同 0.9万人減少し、東日本大震災の影響も指摘されています。

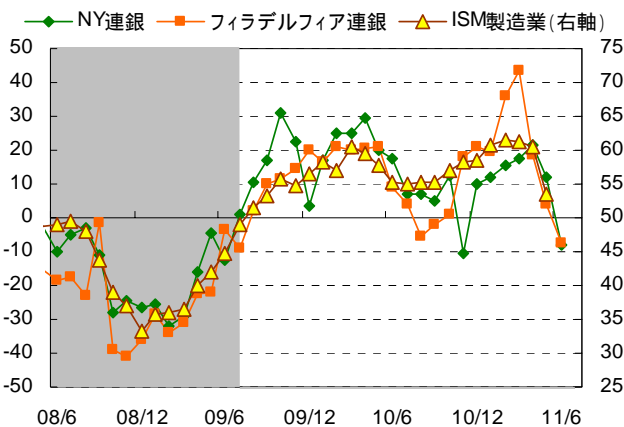
また、景気動向を敏感に示し、速報性もあることから注目度が高い、5月のISM製造業景況指数が前月比 6.9ポイント下落したことで市場は悲観に傾きました。更に6月のNY連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数が判断の分かれ目であるゼロを下回りました。これは6月のISM製造業景況指数も判断の分かれ目となる50を下回り、米製造業の減速を示唆する可能性が高いことを示しています(図表 10)。

小さなショックで景気回復は鈍化するが、年末に向けて明るい兆しが

高水準の失業者数や住宅在庫、巨額の財政赤字を考えれば、小さなショックでも、米国の景気回復速度を鈍化させるに十分です。足元では、日本の震災が米国の自動車セクターにも停滞を引き起こしています。また、今年前半の原油価格高騰に伴うガソリン価格上昇がラグをもって家計や企業の行動に影響を与えています(図表 11)。しかし、東日本大震災や原油価格高騰の影響は、いずれも収束の兆しがあり、年末までには米国景気は再加速する可能性が高いとみています。

図表10: 米国 企業景況感(灰色は景気後退期)

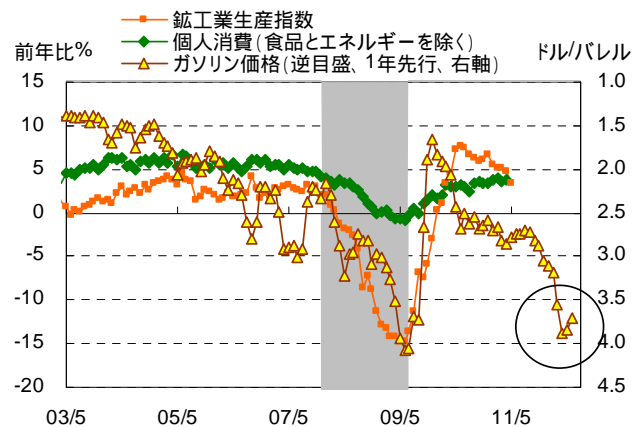
失業者数は未だ高水準にある



出所: NY 連銀、フィラデルフィア連銀、米 ISM、NBER、りそな銀行

図表11: 米国 ガソリン価格と消費、生産

ガソリン価格上昇は遅れて消費や生産に影響する



出所: Census 局、EIA、FRB、NBER、りそな銀行  
注: 灰色は景気後退期

## 3. 中国 - 物価上昇が止まらず、難しい舵取り

金融の引き締め過ぎによる景気減速懸念高まる

中国では、消費者物価(CPI)上昇率が依然として政府目標の 4%を超えています。5月は前年比 5.5%上昇と 2008年 7月(同 6.3%上昇)以来の上昇となりました(図表 12)。当局は最重要目標に掲げる物価上昇の抑制が出来ていない以上、金融引き締めを続けるとみられ、5月の CPI 発表後、預金準備率の引き上げを発表しました。今のところ実体経済は概ね好調ですが、引き締め過ぎによる景気減速の懸念は高まっています。

表紙の注意事項をよくお読みください。

実体経済はまだ底堅い

5月分の主要経済指標の結果をみると、鉱工業生産は前年比13.3%増と、4月(同13.4%増)とほぼ同じ伸びを維持しました。輸出額は1,572億ドルと再び過去最高を更新しました。一方、自動車販売台数は2ヶ月連続の前年割れ、うち乗用車も小幅ながら2009年1月以来の減少となりました。しかし、小型乗用車購入減税の終了や大都市でのナンバープレート発行制限、東日本大震災による自動車生産停滞を考えれば、すぐに消費の減速を示すものではないとみています。

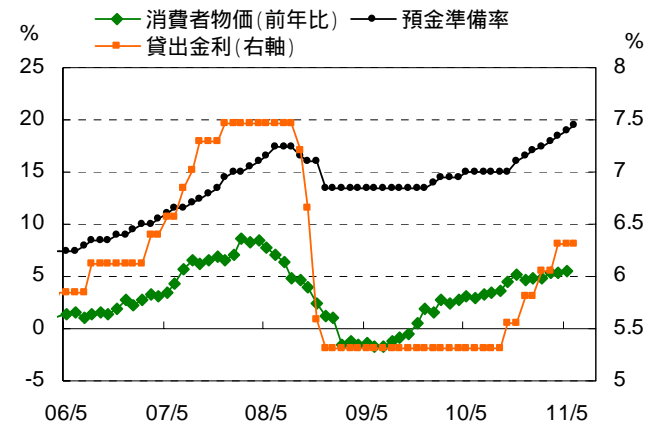
金融の引き締め過ぎによる経済活動鈍化の懸念高まる

一方、懸念される状況を示したのが、金融関連の指標です。5月のマネーサプライの伸びは前年比15.1%増まで鈍化しました。政府年間目標の同16%増を下回り、リーマン・ショック直後の2008年11月(同14.8%増)以来の低さです。また、新規融資も5,516億元と、同878億元の減少となりました(図表13)。利上げ、預金準備率の引き上げで融資の伸びは抑制され、流通するマネーの拡大ペースは鈍化してきたことがうかがえますが、過去M2の伸びが前年比15%を切ると、鉱工業生産の伸びも失速するという傾向がみられました。つまり、お金が回らなくなって、経済活動が鈍化するというわけです。今回も中小企業が銀行融資を受けられないという報道も増えており、金融の引き締め過ぎが経済活動に悪影響を与える懸念が高まっています。

足元、物価の抑制が最優先されていますが、食品やエネルギー価格の上昇は、国内要因だけでは説明できないこともあり、物価上昇は止まっています。物価が落ち着くまで、金融引き締めを続けた場合、景気への悪影響の方が大きくなる恐れもあります。また、物価抑制に関連して政府が電気代の引き上げをなかなか認めないことが電力会社の設備投資意欲を削ぎ、今夏の電力不足は不可避の状況になっていることも差し迫った問題です。物価と実体経済の舵取りは更に難しくなっています。

図表12: 中国 消費者物価、預金準備率、貸出金利

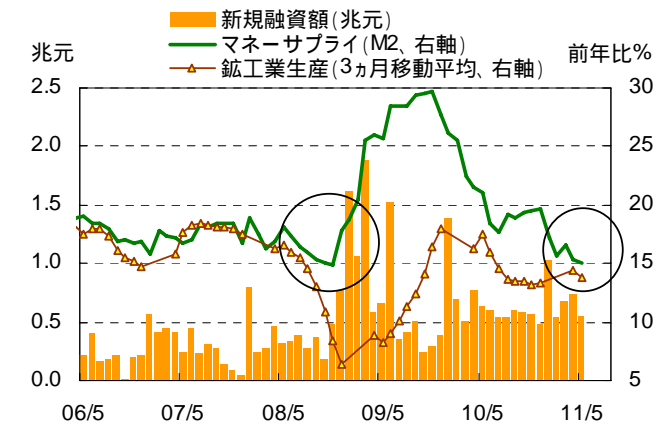
消費者物価上昇率は引き続き政府目標の4%を上回った



出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、りそな銀行

図表13: 中国 マネーサプライ、貸出と鉱工業生産

マネーの伸び鈍化は経済活動の停滞を招く



出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、りそな銀行  
注: 鉱工業生産指数は1月のデータを発表しない

## 4. 日本の GDP 予想 - 震災前の水準に戻るのとは年末

GDPが震災前の水準に戻るのとは年末の見直し

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。原子力発電所の事故処理の状況など不確定要素が多いのですが、節電要請が全国に広がり、米国、中国の景気も弱含みであるため、GDP が震災前の水準に戻るのとは年末とみています。更に震災前に置いていた輸出主導の持ち直しシナリオに戻るのとは、来年になるとみています。

企業が生産設備の復旧により、夏からフル生産に入ったとしても、内外の需要は弱く、在庫の増加を招く可能性があり、持続力に欠けると予想します。工業製品輸出に対する風評リスクは数字ではとらえにくいのですが、国内の生産体制が正常化し、季節的に電力不安も小さく、海外経済も再加速するとみている年末の輸出の回復力で、推測できると考えます。なお、このシナリオでは、震災復興に関連した政府消費や公共投資は2011

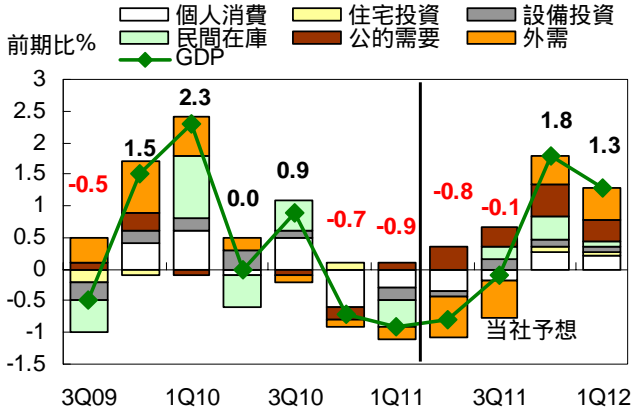
表紙の注意事項をよくお読みください。

年末をピークに今年度 10 兆円が支出されると置いています。政治の停滞による後ずれや規模の変更があれば見直しを行います(図表 14、15)。

2011 年 1-3 月期 2 次速報値発表に伴い、過去の数値が上方修正されたため、2011 年度の成長率はマイナス 0.5%からマイナス 0.4%に修正しましたが、シナリオに変更はありません。

図表14: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2011 年 7-9 月期までマイナス成長が続く見通し



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15: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011 年度はマイナス成長の予想

%、内訳は 寄与度	2009年度 実績	2010年度 実績	2011年度 予測	2012年度 予測
実質GDP	-2.4	2.3	-0.4	1.8
個人消費	0.0	0.5	-0.7	0.4
設備投資	-2.1	0.6	0.0	0.2
外需	0.3	1.2	-0.9	1.0

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