

## 景気の見通し

- ◇ 日米は景気刺激的な政策を続ける必要が残り、利上げは遠い
- ◇ 電力問題と放射能汚染に関する風評被害が日本経済の足枷
- ◇ 日本経済がプラス成長に転じるのは年末

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 5 月 24 日現在)

5月の金融市場は比較的落ち着いた動き

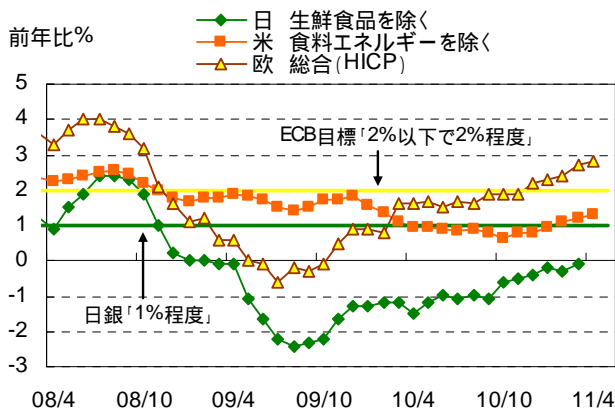
原油価格は急落しましたが、5月の金融市場は比較的落ち着いた動きとなりました。欧州中央銀行(ECB)は4月の約3年ぶりの利上げ後、5月は利上げを見送りました。日銀は震災関連の追加緩和の効果を見守っている状態です。6月末の米国の量的緩和(QE2=Quantitative Easing 2)終了は規定路線と受け止められており、市場に大きなショックを引き起こす可能性は低いとみられます。日米に関しては、中央銀行が参考にする物価指標の動きが引き続き落ち着いている上、景気の足取りがまだ力強さに欠けるため、利上げはまだ先と考えられます(図表1)。

日本の景気は7-9月期まで落ち込む見通し

3月の日本の統計結果が公表されましたが、震災の影響で岩手、宮城、福島の一部支障が生じており、残念ながら実態を十分反映していないものが多いようです。一方、東日本の電力不足への対応は徐々に進んでいますが、政府が浜岡原子力発電所の稼働停止を要請したことで、電力不足が全国に拡大する可能性が高まっています。**電力供給の不安定さ、原子力発電所の事故による消費者や企業の心理悪化や風評被害等により、7-9月期まで景気が落ち込む可能性は高いとみています。日本のGDPが前期比プラスに転じるのは年末になるとみています。**

図表1: 日米欧 中央銀行の参考物価指標

日米の物価指標は落ち着いた動きが続く



出所: 総務省、米労働省、Eurostat、りそな銀行

図表2: 実質 GDP 成長率 項目別寄与度

1-3月期は2期連続の前期比マイナスとなった

前期比、寄与度%	2010				2011
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	2.2	0.1	0.9	-0.8	-0.9
民需	1.8	-0.2	1.1	-0.5	-0.9
個人消費	0.5	-0.1	0.5	-0.6	-0.3
民間住宅	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.0
設備投資	0.2	0.4	0.1	0.0	-0.1
民間在庫	1.0	-0.5	0.5	0.0	-0.5
公需	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.1
政府消費	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
公共投資	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1
公的在庫	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
外需	0.6	0.2	-0.1	-0.1	-0.2
輸出	0.9	0.7	0.2	-0.1	0.1
輸入	-0.4	-0.5	-0.4	0.0	-0.3

出所: 内閣府、りそな銀行

#### 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。**

## 1-1. 1-3 月期 GDP は 2 期連続の前期比減少

1-3 月期は 2 期連続のマイナス成長

2011 年 1-3 月期実質 GDP1 次速報値は、前期比 0.9% 減とコンセンサス予想(前期比 0.5% 減)を上回る落ち込みとなりました(図表 2)。3 月の東日本大震災による、生産活動停滞や自粛ムードにより、個人消費、民間在庫、外需などが減少、2 期連続の前期比マイナスとなりました。しかし、2010 年度全体では 2.3% 成長と 3 年ぶりのプラス成長でした。

在庫の取り崩し、消費の低迷が要因

民間在庫の寄与度は-0.5%ポイントと、最大の押し下げ要因となりました。震災対応で石油の民間備蓄義務が引き下げられたほか、電子部品や自動車などの生産が止まり、企業が手持ち在庫を取り崩したことが背景とみられます。個人消費は前期比 0.6% 減(寄与度-0.3%ポイント)と、2 期連続減少。耐久財消費の減少が響きました。自粛ムードに加え、品不足も起こり、全国的に震災が消費に影響したことがうかがえます。

また、設備投資は前期比 0.9% 減(寄与度-0.1%ポイント)と 6 期ぶりの減少となりました。設備投資の減少は、3 月中旬に発生した震災の影響だけとは考えづらく、増勢が一服したとみています。

## 1-2. 被災地の生産停滞が全国に波及

被災地の生産停滞が全国に波及

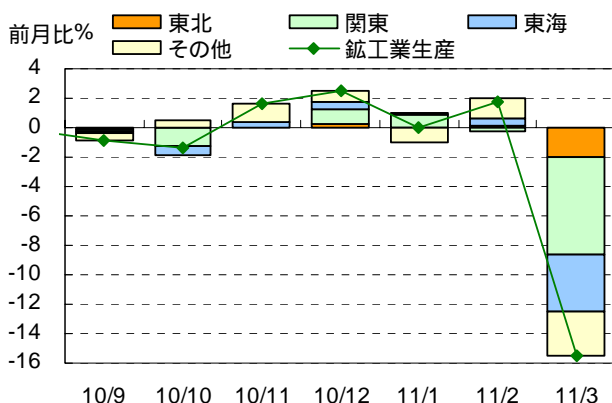
経済産業省によると、鉱工業生産統計調査への震災の影響は軽微にとどまり、統計の連続性は保たれているとのことでした。震災後の景気動向を確認する上で、鉱工業生産統計の重要性は増えています。3 月の鉱工業生産は前月比 15.5% 減と 5 ヶ月ぶりに減少しました。地域別では東北(青森・岩手・宮城・秋田・山形・福島)が同 35.0% 減、関東(茨城・栃木・群馬・埼玉・千葉・東京・神奈川・新潟・山梨・長野・静岡)が同 18.6% 減と、被災地の落ち込みが大きかっただけでなく、東海(岐阜・愛知・三重)が同 20.3% 減となる等、被災地からの部品供給の停滞が全国に影響しました(図表 3)。震災なかりせば、生産活動は足踏み局面から脱却していたとみていますが、3 月の急減が響き 1-3 月期は前期比 2.0% 減と、3 期連続の減少となりました。

7-9 月期の生産急回復は難しい

経済産業省の予測調査によると、4-5 月の生産活動は前月比増加が続く見通しですが、調査通りでも 4-5 月平均は前期比 5.4% 減と 3 月の落ち込みは取り戻せません。生産設備への直接被害やサプライチェーン分断の状況から考えても、4-6 月期の生産停滞は避けられないでしょう。経済産業省による緊急調査では、被災地工場の 9 割が 7 月頃までに復旧の見通しとのこと。今回、節電目標の引き下げもあり 7-9 月期の生産見通しを上方修正しました。しかし、節電目標は依然残ることや放射能汚染の風評被害などから、7-9 月期の急回復は難しいのではないかと今のところはみています(図表 4)。

図表3: 鉱工業生産指数 地域別寄与度

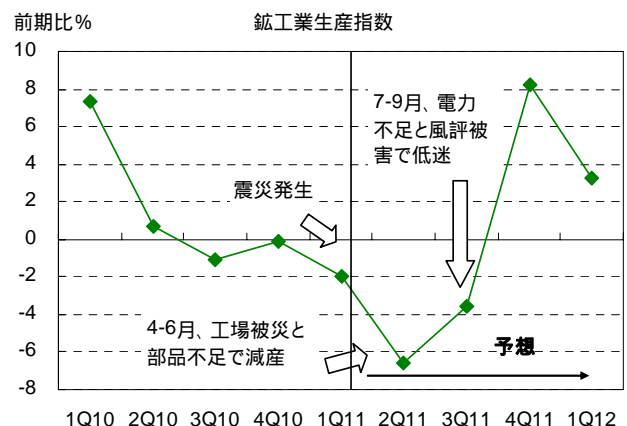
被災地の生産停滞が全国へ影響した



出所: 経済産業省、りそな銀行  
注: 地域別のウェイトは工業統計の製造品出荷額より作成

図表4: 鉱工業生産指数実績と予想(前期比)

節電目標の引き下げ等から 7-9 月期予想を上方修正



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

### 1-3. 電力供給は依然として綱渡り

節電目標は緩和されたが綱渡り状況は変わらず

5月13日、経済産業省は東京電力が8月に5,620万Kw(うち140万Kwを東北電力へ融通する計画)まで供給力を確保する見通しがついたことを受け、節電目標を25%から15%に引き下げました。経済産業省は夏のピークの想定需要を昨年7月並み(東京電力6,000万Kw、東北電力1,480万Kw)としており、15%の節電で大規模停電は回避できると見込んでいます。しかし、夏の気温次第で電力需要が想定を上回る可能性が残る中、浜岡原子力発電所の運転停止で中部電力からの融通は難しくなるなど、綱渡りの状況です。

浜岡原子力発電所の運転停止については6割の人が評価(朝日新聞5月14-15日世論調査)しています。しかし、点検が終了した玄海原子力発電所の運転再開が遅れ、九州電力は夏の15%節電を要請する状況に陥りました。法的根拠は薄いとされるものの、地元自治体の協力を得られず、点検が終了している発電所の再稼働が延期される動きが更に拡大し、全国的な電力不足を引き起こす可能性は高まっています。電力供給問題は長期化し、全ての産業活動の足枷になり続けるとみられています。

### 1-4. 輸出の本格的落ち込みは4月以降

3月輸出は自動車の減少で16ヶ月ぶりの減少

3月の貿易統計が発表されました。中旬までは前年を上回る伸びをみせていたものの、結局、3月の輸出額は前年比2.2%減と16ヶ月ぶりの前年割れとなりました。自動車の輸出が同27.8%減少し、輸出全体の伸びを3.9%ポイント押し下げたことが影響しました。しかし、自動車の割合が比較的低い中国・香港向け輸出は好調を維持しています(図表5)。特に、中国本土向けは3月の輸出額としては過去最高を記録しており、3月時点では震災の影響はまだ本格化していなかったといえます。

風評被害の拡大で輸出は低迷する可能性

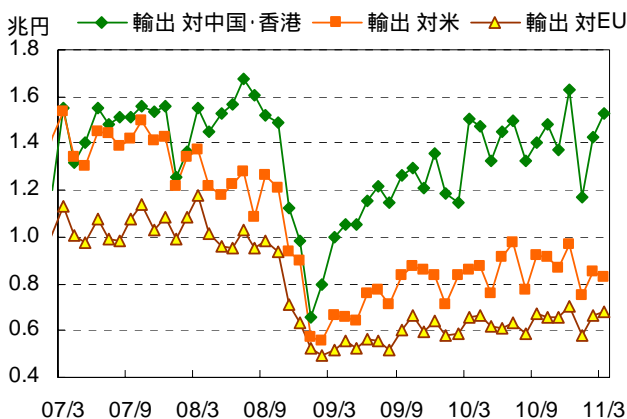
大手自動車メーカーが生産回復時期を前倒しましたが、それでも6月に通常の7割程度ということであり、しばらく最大の輸出品である自動車の生産は低水準です。原子力発電所事故の処理が進んでおらず、風評被害が収束に向かうきっかけもありません。輸出は今後更に落ち込む可能性が高いとみられます。

生産停滞は原材料輸入減少につながる

一方、輸入は前年比11.9%増と、5ヶ月連続の10%を超える増加でした。輸出の落ち込みに加えて、生産拠点の被災による代替品の輸入が増加するため、貿易収支が大幅な赤字に転落するとの見方も出ています。しかし、生産活動の停滞は原材料輸入の減少につながるため、輸出入とも縮小し、貿易収支の悪化が予想より軽微に済む可能性もあるとみられています(図表6)。

図表5: 地域別輸出

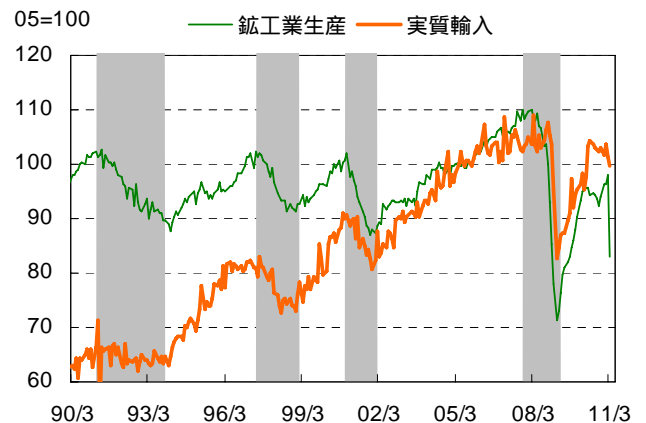
3月時点では、中国向け輸出はまだ堅調だった



出所: 財務省、りそな銀行

図表6: 生産と輸入の関係(灰色は景気後退期)

生産と輸入の動きは連動する傾向がある



出所: 経済産業省、日銀、内閣府、りそな銀行

## 1-5. 消費者心理の悪化に歯止め

震災により、消費行動が変化

3月の家計調査は、岩手、宮城、福島の3県に関して可能な限り調査し、未回収分を東北地方で回収した調査票を基に推計した結果が公表されました。二人以上世帯の実質消費支出は前年比8.5%減と大きく落ち込んでいます。内訳をみると、自動車やガソリンなどの交通・通信(-2.10%ポイント)、教養娯楽(-2.02%ポイント)の減少が目立ちます。

地域別では、東北・関東地方が同10.6%減と大きく落ち込んだのは当然ながら、その他の地方も同6.8%減と、全国的な自粛ムードや品不足が消費に影響したと考えられます。また、カップめん、ミネラルウォーター、電池、寄付金などへの支出が増加する一方、外食代や宿泊料が減少するなど、消費者が余震に備えて食品を備蓄し、外出を控えたことがうかがえました(図表7)。

4月以降、消費者心理の悪化に歯止め

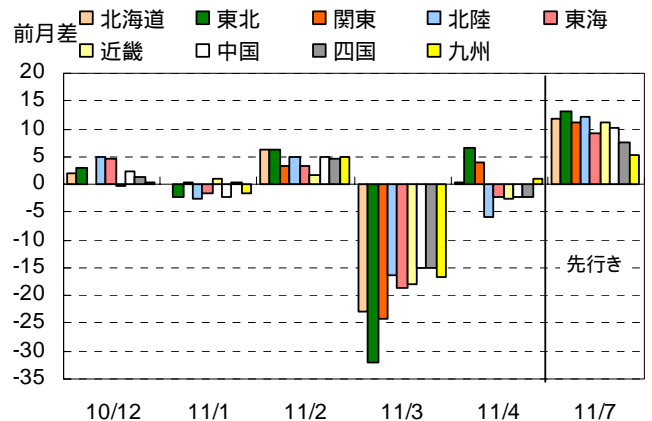
しかし、4月の景気ウォッチャー調査では、消費者や企業の心理が震災直後に比べると、持ち直しつつあることが確認されました。全国の現状判断DIは小幅ながら上昇し、地域別では、東日本と九州で上昇、西日本では更に低下という対照的な結果となりました。東日本では計画停電の中止などを背景に人々が落ち着きを取り戻しているとの見方がある一方、西日本では部品供給の停滞で工場が稼働出来ない、自粛ムードや風評被害が観光業に影響している等、震災の二次被害が指摘されています。しかし、2-3ヵ月後の見通しを示す、先行き判断DIはいずれの地域でも改善を見込んでおり、心理の悪化には全国的に歯止めが掛かりつつあると期待されます(図表8)。

図表7: 震災により消費行動に影響がみられた主な品目  
消費者は余震に備え、外出を控えた様子うかがえる

2011年3月、実質ベース	前年比%	寄与度
米	19.5	0.13
カップめん	43.2	0.04
ミネラルウォーター	161.3	0.08
食事代	-14.2	-0.47
飲酒代	-35.7	-0.19
炊事用ガス器具	120.6	0.04
トイレトペーパー	40.9	0.03
電池	181.2	0.08
宿泊料	-33.8	-0.15
入場・観覧・ゲーム代	-24.7	-0.19
寄付金	857.3	0.58

出所: 総務省「家計調査」、りそな銀行  
注: 実質消費支出の前年比8.5%減に対する寄与度、炊事用ガス器具はカセット式ガスコンロを含む

図表8: 景気ウォッチャー調査 現状判断DI地域別  
震災後1ヶ月、東日本はやや改善、西日本が悪化



出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 7月は、4月先行き判断DI - 4月現状判断DI

## 1-6. 雇用実態は悪化している

3月の雇用関連統計は実態を反映していない恐れ

3月の労働力調査は震災により調査が出来なかった、岩手、宮城、福島の3県を除いた結果が公表され、実態を反映していない可能性が高いと考えられます。失業率は4.6%と、2月の全国及び3県を除く全国の結果と変わらず、でした。職のを見つけやすさを示す有効求人倍率も0.63倍と12ヶ月連続の改善となりました(被災した職業紹介所も臨時窓口での対応等に切り替えており、この結果は実態を反映しているとのこと)。

被災企業が従業員の処遇を決定するにも相応の時間がかかることから、雇用情勢の悪化はこれから反映されてくるとみられます。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5月13日までに岩手・宮城・福島で交付された離職票は10.6万件と前年比2.4倍に増加、震災を理由とした求職者数は3.5万人にのぼっています。

表紙の注意事項をよくお読みください。

被災地における非正規労働者の雇い止めが増加

また、厚生労働省が把握している、今年3月から6月までに実施済み又は予定の非正規労働者の雇い止めは、6,806人にのぼっています。3月は年度末であり、増加する傾向があると考えられますが、都道府県別では福島が1,182人と最大となっています。これまで愛知や東京など企業が集中する分、非正規労働者も多い地域の雇止めが増える傾向がありましたが、4月報告分では福島のほか宮城も536人にのぼり、震災の影響が疑われます(図表9)。

図表9: 非正規労働者の雇止めの状況(ワースト10)

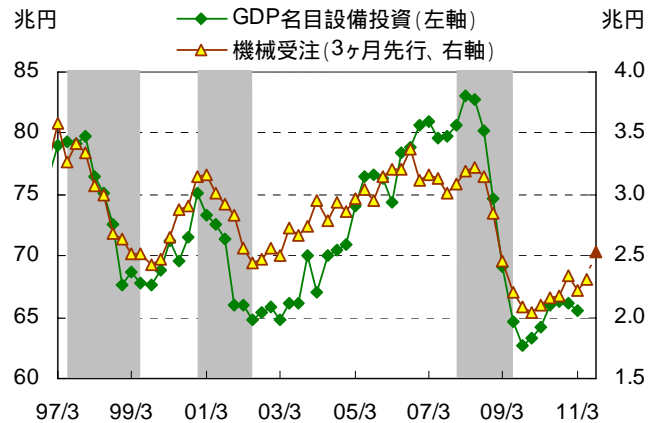
被災地域の雇止めが増加している

	1月報告 12月から3月	2月報告 1月から4月	3月報告 2月から5月	4月報告 3月から6月
1 愛知	334	東京 794	愛知 1,199	福島 1,182
2 東京	327	福岡 399	東京 1,191	東京 735
3 北海道	267	愛知 388	滋賀 269	愛知 643
4 大阪	129	栃木 254	三重 242	大阪 579
5 滋賀	126	埼玉 220	福岡 225	宮城 536
6 奈良	98	千葉 195	神奈川 173	千葉 438
7 埼玉	96	兵庫 183	大分 164	青森 335
8 岡山	95	岡山 170	新潟 152	栃木 319
9 福岡	74	福島 167	秋田 107	岡山 289
10 岩手	62	京都 126	岐阜 97	北海道 212
合計	1,876	合計 3,871	4,564	合計 6,806

出所: 厚生労働省「非正規労働者の雇止め等の状況」、りそな銀行  
注: 灰色は東日本大震災の主な被災地である岩手、宮城、福島

図表10: GDP 設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

新規の国内設備投資は先送りされる可能性も



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

## 1-7. 国内設備投資は低調が続く

震災による先送りもあり、国内設備投資は低調が続く

設備投資は低調が続くという見方は変えていません。復興・復旧に伴う設備投資の増加が期待されているものの、原子力発電所の事故処理の遅れや電力供給の不安定が続く中、新規の設備投資を先送りする企業が多いとみています。また、これを契機に海外へ生産拠点を分散する動きも加速するとみています。

内閣府によると、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受注は4-6月期に前期比10.0%増加する見通しです(図表10)。夏場以降、震災復興需要が出てくることを示していますが、見通しどおりでも機械受注額は約2.5兆円と1999年の金融危機や2002年のITバブル崩壊の際の水準にようやく戻る程度であり、国内設備投資は低調が続くことを示唆しています。

## 2. 米国 - 負の遺産は解消していない

負の遺産は解消していない

米国では、FRB(Federal Reserve Board 連邦準備制度理事会)による新たな国債購入の6月末終了、財政赤字削減計画の公表等、リーマン・ショック後の“超”緩和的な金融・財政政策を段階的に正常化する動きが続いています。しかし、失業者数はなお高水準にあり、販売用住宅の在庫も依然として過剰です。総じて、100年に1度ともいわれた不況の負の遺産は未だ解消できていないと言えます。こうした状況を踏まえると、米国は景気刺激的なスタンスをとり続けざるを得ず、利上げは遠いとみています。

雇用増加は続くものの、失業者数は依然高水準

4月の米国雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比24.4万人増と7ヶ月連続の増加。2月以降は前月比で20万人を超える増加が続いており、雇用増加にやや勢いが出てきました。一方、失業率は9.0%と5ヶ月ぶりに悪化。就業者が前月比19.0万人減少し、失業者が20.5万人増加しました。一定規模の事業所に対する調査を元にした非農業部門雇用者数の動きとは異なっており、個人企業や零細企業などはなお厳しい状況が続いていることを示している可能性があります。いずれにせよ失業者数は1,375万

人と、2007年3月の672万人を底に2009年10月の1,563万人まで約900万人増加した後、足元はピークから200万人減少したに過ぎません(図表11)。負の遺産である、残り700万人の失業が解消するには今の雇用増加ピッチでは2年以上かかる計算です。

ガソリン価格高騰が消費の鈍化につながるおそれ

一方、FRBが金融政策の参考にしている食料・エネルギーを除く消費者物価は落ちています。ガソリン価格の上昇は景気回復の懸念材料です。ガソリン価格が上昇すると個人消費が鈍化するという関係がみられるためです(図表12)。足元、国際商品価格の上昇は一服したものの、高止まりしています。米国の個人消費に勢いがなくなると、米景気回復の停滞を招くだけでなく、日本を含めた世界の輸出が鈍化する恐れがあり、要注意です。

図表11: 米国 失業者数(灰色は景気後退期)

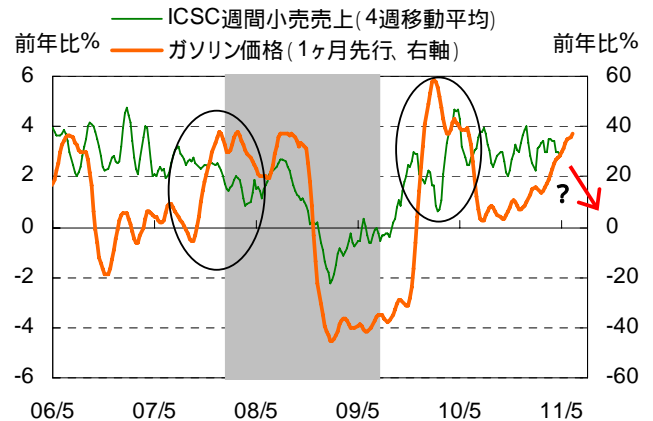
失業者数は未だ高水準にある



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表12: 米国 ガソリン価格と消費(灰色は景気後退期)

ガソリン価格上昇は消費を冷やす傾向がある



出所: 米商務省、ICSC、NBER、りそな銀行

### 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

中国では、物価上昇率は依然として5%を超えており、当局は金融の引き締めを止めるわけにはいかないとみられます。引き締め過ぎの弊害は今のところ確認できませんが、インフレ抑制策が思わぬ形で实体经济に影響を与えそうな兆しがあります。

实体经济は今のところ底堅い

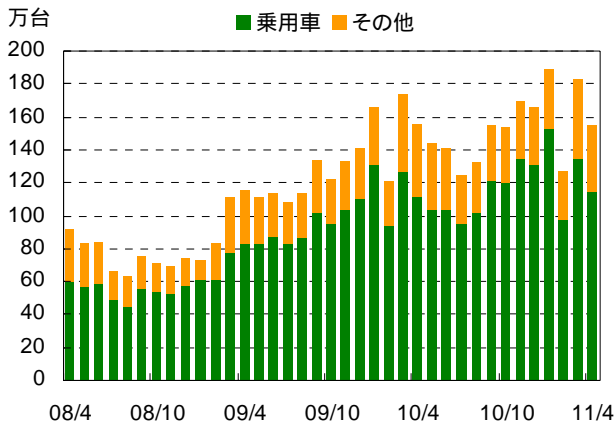
中国の4月の鉱工業生産は前年比13.4%増と、2009年6月以降、10%を超える伸びが続いています。また、4月の輸出は1,556億ドルと過去最高を記録しました。一方、自動車販売台数は2009年1月以来の前年割れとなり、消費の減速として注目されました。しかし、販売台数155.2万台は2010年平均(150.3万台)を上回り、うち乗用車販売台数は増加を維持しています(図表13)。小型乗用車購入減税の終了や大都市でのナンバープレート発行制限といった環境の厳しさを考えると、底堅い結果とみています。また、震災による日本メーカーの自動車や部品の減産が影響していると中国の業界団体はコメントしており、動向を見極めるにはしばらく時間が必要かもしれません。

電気代抑制が電力不足につながる事態に

4月の消費者物価指数は前年比5.3%上昇となりました(図表14)。政府は物価の抑制を優先し、燃料価格や電気代などの統制を続けていますが、7ヵ月連続で政府目標である4%を超えました。当局は4月の消費者物価発表後、再び預金準備率を引き上げています。足元で問題になっているのは、石炭価格が上昇する中、電気代が低く抑えられているため、電力会社が赤字を避けるため供給を絞っていることです。一部地域では製造業向けに限って電気代の引き上げを許可したようですが、輪番停電が実施され、生産活動に支障が出ているとの報道が増えています。日本と同様に電力不足が中国でも景気の足枷になる懸念があり、物価対策が思わぬ事態を引き起こしています。

図表13: 中国 国内自動車販売台数

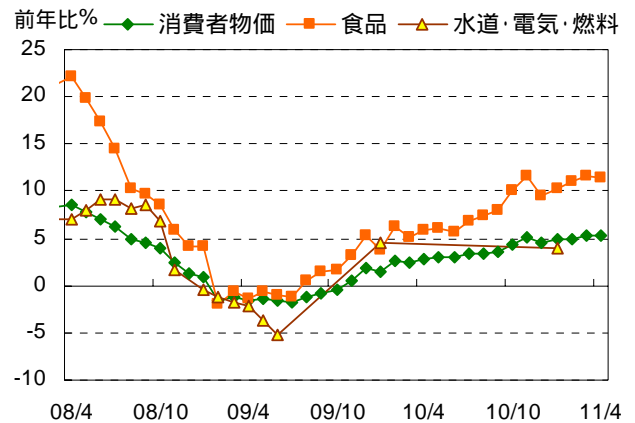
4月自動車販売台数は前年割れしたが、なお高水準



出所: 中国自動車工業協会、りそな銀行

図表14: 中国 消費者物価

消費者物価上昇率は依然として政府目標の4%を上回る



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

注: 水道・電気・燃料のデータは2009年7月以降、毎年1月のみの発表

## 4. 日本の GDP 予想 - プラス成長に転じるのは年末

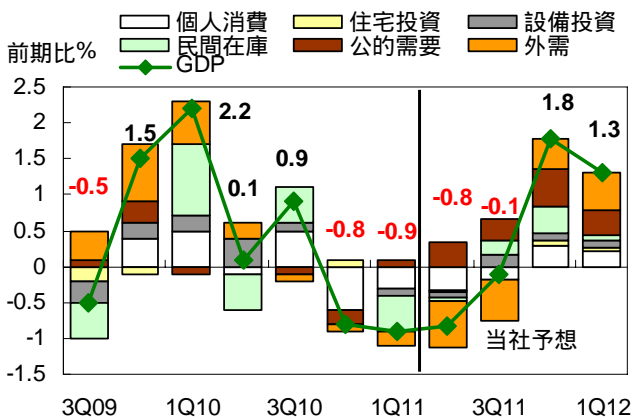
7-9月期まで  
マイナス成長  
が続く見通し

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です。電力供給体制を筆頭に状況は流動的ですが、**7-9月期まではマイナス成長が続き、プラス成長に転じるのは年末とみています。**更にこれまで置いていた輸出主導の持ち直しシナリオに戻るのには来年とみえています。節電目標の緩和から7-9月期の見通しを上方修正しましたが、1-3月期 GDP が予想を大きく上回る落ち込みとなったため、発射台(いわゆるゲタ)が下がり、2011年度の成長率をマイナス0.5%へ下方修正しました。

個人消費と輸出がどの時点でどこまで持ち直すか、が今後の回復力を左右します。特に輸出は、部品や電力の不足がある程度解消する秋以降の動向が注目されます。風評被害が工業製品にまで拡大している点は引き続き注意が必要と考えます。また、震災復興に関連した政府消費や公共投資などが、政治の停滞で後ずれしそうな点も、気がかりです(図表15、16)。

図表15: 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16: 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	-0.5	1.8
個人消費	0.0	0.5	-0.7	0.4
設備投資	-2.1	0.6	0.1	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