

## 2011・2012年度日本経済見通し

～供給制約の緩和から「V字回復」の可能性大～

発表日：2011年5月20日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 新家 義貴

TEL:03-5221-4528

### <要旨>

#### 日本国内総生産（GDP）成長率

2011年度予測	実質+0.1%	（前回 ▲0.1%）
	名目▲1.1%	（前回 ▲1.4%）
2012年度予測	実質+2.9%	（前回 +3.0%）
	名目+2.9%	（前回 +2.9%）

※前回は2011年4月6日時点の弊社予測値

- GDP成長率の見通しは、2011年度が+0.1%（4月時点予測：▲0.1%）、2012年度が+2.9%（同+3.0%）である。震災の影響により2011年前半のGDP成長率が大幅なマイナス成長となる一方で、年後半については高成長になる可能性が高まっている結果、年度の成長率を小幅上方修正した。
- 2011年1-3月期の実質GDP成長率はマイナス成長となったが、4-6月期にも大幅なマイナス成長が続く可能性が高い。輸出が大幅に減少することに加え、個人消費の落ち込みが続くことが影響する。
- もっとも、4-6月期のマイナス成長は、あくまで3～4月の大幅な落ち込みによるものであり、月次で見れば、5月以降の経済活動は持ち直しに転じる可能性が高い。サプライチェーン寸断の問題については、企業の懸命の努力が功を奏し、当初の予想を上回るペースで復旧に向かっている。また、夏場の電力不足問題についても、企業の節電対応が進んだことにより、当初懸念されていたほどには生産活動を抑制しない可能性が高まっている。加えて、復興需要の顕在化も予想されることから、2011年後半は高成長が予想される。震災後に大幅に落ち込んだ後のリバウンドという面も強いとはいえ、形状としては「V字回復」になる可能性が高いだろう。
- 消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通し（現行基準ベース）は、2011年度が+0.9%（前回見直し：+0.9%）、2012年度が+0.3%（同+0.3%）である。エネルギー価格や食料品価格の上昇に押し上げられる形で物価上昇率が高まっていく可能性が高く、2011年8月に実施される基準改定後もプラスを維持するだろう。なお、供給制約による物資の不足は物価を押し上げる要因になるが、消費活動の落ち込みにより需要が減ることで物価下押し圧力が生じる面もある。今回の予測では地震が物価全体に与える影響はニュートラルと想定している。

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

【前回予測値(4月6日公表)】

日本経済	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2010年度	2011年度	2012年度
	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	▲2.4	2.3	0.1	2.9	2.7	▲0.1	3.0
(内需寄与度)	▲2.7	1.4	0.9	2.2	1.6	0.7	2.1
(うち民需)	▲3.9	1.4	0.1	1.7	1.7	▲0.0	1.9
(うち公需)	1.2	0.0	0.8	0.4	0.0	0.8	0.3
(外需寄与度)	0.3	0.9	▲0.7	0.7	1.1	▲0.8	0.8
民間最終消費支出	0.0	0.8	▲0.9	0.7	1.0	▲0.8	0.9
民間住宅	▲18.2	▲0.2	2.0	10.9	0.1	7.4	8.8
民間企業設備	▲13.6	4.5	1.5	7.4	5.0	1.2	6.9
民間在庫品増加	▲1.1	0.4	0.4	0.1	0.5	0.1	0.2
政府最終消費支出	3.5	2.3	2.8	1.2	2.2	2.4	1.2
公的固定資本形成	14.2	▲10.0	8.0	5.0	▲8.7	8.5	1.5
財貨・サービスの輸出	▲9.6	17.0	▲1.6	6.5	16.8	▲1.0	7.3
財貨・サービスの輸入	▲11.0	10.9	4.4	2.7	10.7	5.7	2.6
GDPデフレーター	▲1.3	▲1.9	▲1.1	0.0	▲1.8	▲1.3	▲0.1
名目GDP	▲3.7	0.4	▲1.1	2.9	0.7	▲1.4	2.9
鉱工業生産	▲8.8	9.1	1.4	7.6	8.8	▲1.7	7.7
完全失業率	5.2	5.0	5.2	5.0	5.0	5.2	5.0
新設住宅着工戸数(万戸)	77.5	81.9	84.1	93.3	82.0	86.0	90.5
経常収支(兆円)	15.8	15.9	8.6	12.8	16.0	7.8	11.4
名目GDP比率	3.3	3.3	1.8	2.6	3.4	1.7	2.4
国内企業物価	▲5.2	0.7	3.1	0.5	0.7	2.7	0.7
消費者物価(生鮮除く総合)	▲1.6	▲0.8	0.9	0.3	▲0.8	0.9	0.3
為替レート(円/ドル)	92.9	85.7	85.0	87.0	85.7	86.8	88.0
原油価格(ドル/バレル)	70.6	83.4	108.3	96.3	83.4	106.5	96.3
米国実質成長率(暦年)	▲2.6	2.9	2.5	2.6	2.9	2.6	2.6
中国実質成長率(暦年)	9.2	10.3	9.5	9.0	10.3	9.6	9.2

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円/ドルで年度平均  
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格  
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比  
 4. 民間在庫品増加は寄与度

○ 2011年度の成長率見通しを上方修正

2011年1-3月期GDP統計の公表を受けて、2011・2012年度日本経済見通しの改訂を行った。GDP成長率の見通しは、2011年度が+0.1%（4月時点予測：▲0.1%）、2012年度が+2.9%（同+3.0%）である。暦年では、2011年が▲0.9%（同▲0.5%）、2012年が+3.1%（同+3.1%）となる。震災の影響により2011年前半のGDP成長率が大幅なマイナス成長となる一方で、年後半については前回見通し時点より高成長になる可能性が高まっている結果、年度の成長率の小幅上方修正を行った。①サプライチェーンの復旧が予想を上回るペースで進んでいること、②電力不足に対する企業の対応が進んだことから、前回見通し時点で想定していたよりも夏場の生産活動への悪影響が小さくなる可能性が高まっていること等が、年後半の成長率上方修正の理由である。

○ 4-6月期も大幅減少が続く

5月19日に公表された2011年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.7%と大幅な減少となり、震災によって経済活動が大幅に落ち込んだことが示された。①サプライチェーンの寸断、②関東地方における電力不足、③原発問題に伴う不安心理の拡大や震災後の自粛ムードの広がり、等の影響が大きい。

こうした悪化は1-3月期にとどまらない可能性が高く、4-6月期の成長率も大幅な減少が予想される。なかでも最大の押し下げ要因になるのは外需である。4月上中旬の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲12.7%となり、3月月間の同▲2.3%から減少幅が大きく拡大した。サプライチェーン寸断により輸出向け生産が滞ったことで、輸出は大きく押し下げられている。

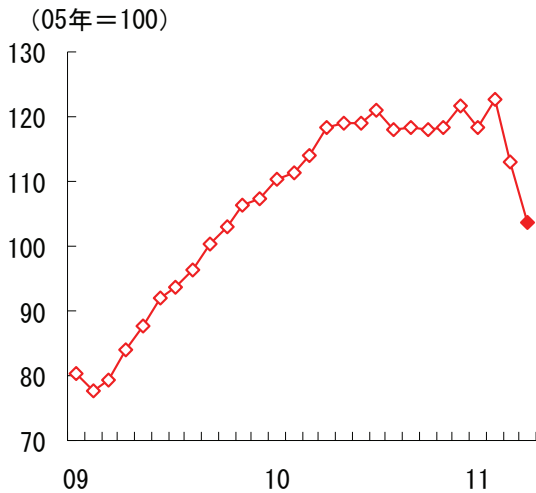
ここで4月月間の伸び率が上中旬と同じ伸びになると仮定して4月の実質輸出を試算すると、季節調整済み前月比で▲8.2%になる。3月の同▲8.1%に続いての大幅な落ち込みであり、4月の水準は1-3月期を▲

12.2%ポイント下回る。サプライチェーンの復旧が進みつつあるため、5月以降には回復が見込めるが、3、4月の落ち込みが大きいため、4-6月期平均で見ると、輸出は大幅な落ち込みが避けられない。

一方、輸入の減少はまだ確認できていない。今後についても、国内生産が停滞していることから生産財の輸入は減少するとみられるが、一方で供給不足の財については代替輸入が増加する可能性があることに加え、燃料輸入も増加が予想される。輸入は輸出と比べて減少幅は小さいものになる可能性が高い。結果として、4-6月期のGDP成長率は、外需の要因だけで前期比年率▲4.7%ポイント押し下げられると予想している（輸出が前期比▲7.5%、輸入が同横ばいと予想）。

資料1 実質輸出の推移（季節調整値）

資料2 実質輸入の推移（季節調整値）



（出所）日本銀行「実質輸出入」、財務省「貿易統計」  
（注）2011年4月の値は上中旬の値から計算した試算値

（出所）日本銀行「実質輸出入」、財務省「貿易統計」  
（注）2011年4月の値は上中旬の値から計算した試算値

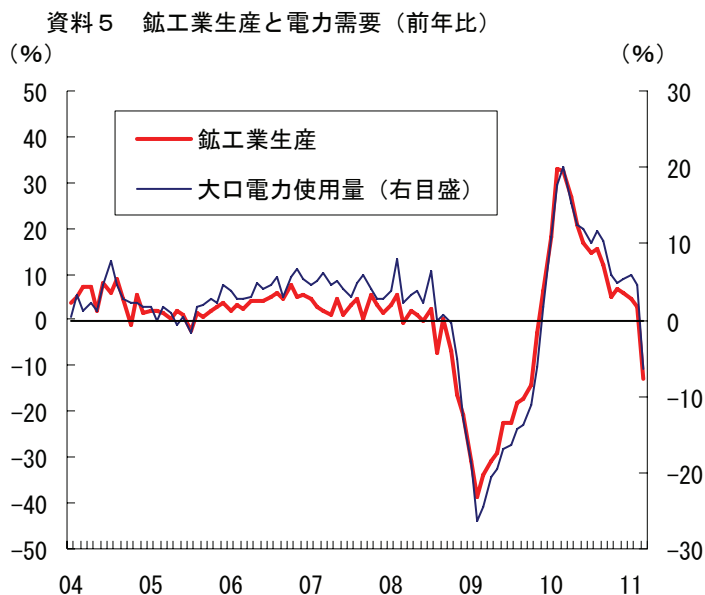
もう一つの押し下げ要因が個人消費である。4月の全国百貨店売上高が前年比▲1.5%と、3月の同▲14.7%から減少幅を大きく縮小させるなど、一部で持ち直しの動きがみられている一方、大幅減産の影響で供給が極端に不足している自動車は、3月に続いて4月も販売が大幅に落ち込んでおり、消費全体としては明確な持ち直しには至っていない。また、3月は食品や日用品の買いだめで好調だったスーパーで、4月には反動の動きも一部出ていると見られるほか、薄型テレビについても、エコポイント制度終了に伴ってこれまでの販売増の反動から落ち込みがみられているようだ。

5月以降は、自動車の供給制約も緩和されることに加え、消費マインドの萎縮も和らいでくることが期待でき、個人消費に持ち直しの動きが出てくると予想される。だが、3、4月の低迷が響く形で、4-6月期の個人消費も減少が避けられないだろう（前期比▲0.8%を予想）。

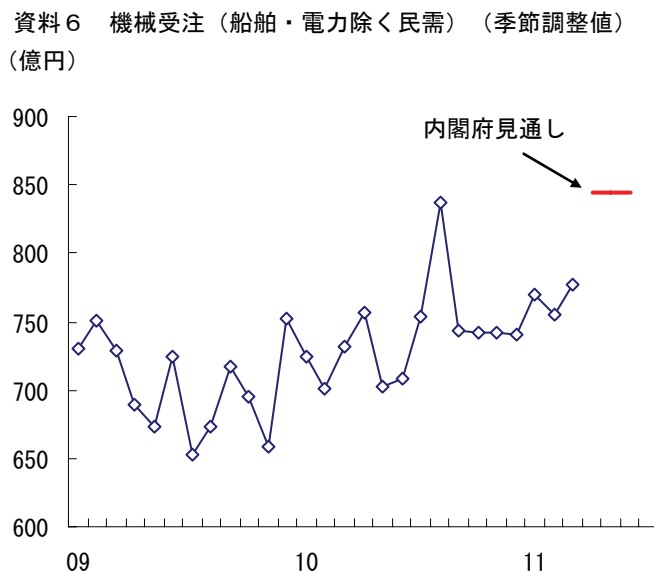
このように、輸出と個人消費の減少が、4-6月期のGDPを大きく下押しするとみられる。また、設備投資についても、受注段階では特に減少はみられていないが、供給制約による進捗の遅れが足を引っ張るだろう。1-3月期に在庫の取り崩しが進んだ分、4-6月期は在庫投資がプラスに寄与する可能性は高いが、4-6月期のGDPがマイナス成長になることは必至の状況である。マイナス幅も前期比年率▲4.6%と、1-3月期を上回ると予想している。



また、復旧・復興需要の顕在化が期待できることも年後半の景気を押し上げる要因となる。先日成立した2011年度補正予算を受けて、公的需要の増加が予想される。そのうち一部は4-6月期に顕在化するが、本格的に景気を押し上げるのは7-9月期以降になるだろう。設備投資も、復旧需要から増加に向かう可能性が高い。機械受注における4-6月期見通しは前期比+10.0%と大幅に増加しているが、これは震災によって毀損した設備の修復に関する投資である可能性が高いだろう。設備投資も7-9月期以降、回復が明確化する見込みである。



（出所）経済産業省、電気事業連合会

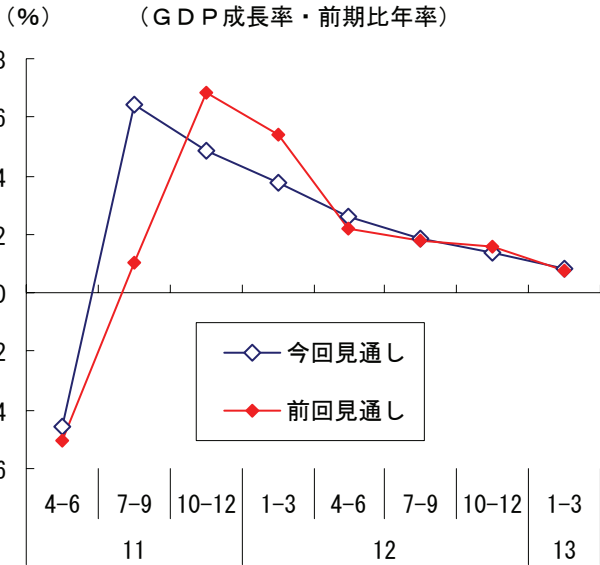


（出所）内閣府「機械受注統計」

当研究所では、4月に作成した経済見通しで、サプライチェーンの復旧に時間がかかることや夏場の電力不足が生産を下押しすることを理由として、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1%にとどまると予想していた。回復が本格化するのは10-12月期以降との予想である。しかし、サプライチェーンの復旧が予想以上のスピードで進んでいることに加え、電力不足の生産活動への悪影響が4月時点で想定していたよりも小さくなる可能性が高まっていることを踏まえると、本格回復の時期は前倒しになる可能性が高い。当研究所では、7-9月期の成長率が前期比年率+6.5%、10-12月期が同+4.9%と高成長を予想している。特に7-9月期の上方修正幅は大きい。また、GDPも10-12月期には震災前の水準を回復する見込みであり、経済の正常化が進むことが予想される。震災後に大幅に落ち込んだ後のリバウンドという面も強いとはいえ、形状としては「V字回復」になる可能性が高いだろう。1-3月期、4-6月期の景気悪化度合いは確かに大きいですが、先行きの回復可能性が高まっていることを考えると、過度に悲観する必要はないと思われる。

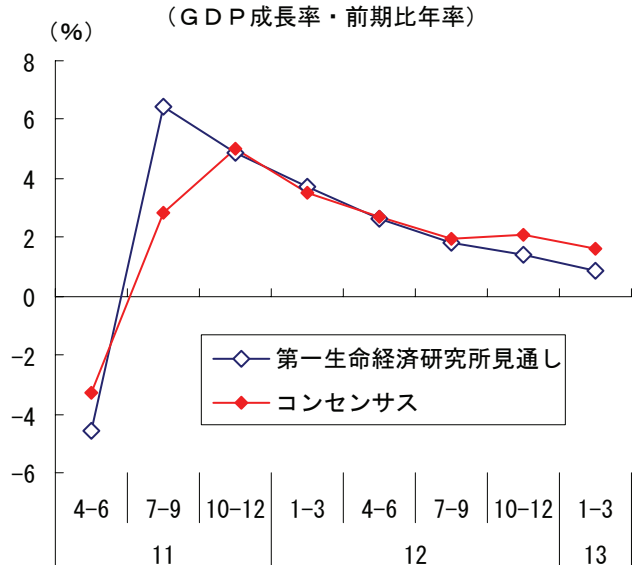
また、2012年以降についても、引き続き復興需要が景気を押し上げると予想している。公共投資の増加に加え、設備投資や住宅投資でも回復が鮮明化するだろう。輸出については、海外景気が緩やかに鈍化することから伸びが徐々に減速するとみているが、景気の回復基調が途切れることはないだろう。2012年度の成長率は前年比+2.9%の高成長になると予想している。

資料7 前回見通しと今回見通しの比較



(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

資料8 今回見通しとコンセンサスの比較



(出所) 経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

## ○ リスク要因

このように、当研究所では、供給制約の緩和を主因として今後景気はV字回復すると予測している。しかし、今回の景気見通しについては、非常に不確実性が大きいことに注意が必要である。

まず、サプライチェーン復旧の問題については、日々情勢が変化している状況であり、生産正常化の時期を正しく予測することは困難である。そのため、今後の動向次第では上振れ下振れとも可能性がある。また、電力不足についても、当初想定されていたよりは悪影響は小さくなる可能性が高まったとはいえ、実際にどの程度影響が出るかについては不確実性が大きい。ここに来て、関東や東北だけでなく、九州でも夏場に最大15%の節電が求められるとの動きが出ていることも懸念材料だ。こうした動きが広がれば、悪影響が大きくなる可能性が否定できない。さらに、より長い目でみると、仮にサプライチェーン寸断や電力不足の問題が長期化した場合には、生産拠点の海外移転が進む可能性があるほか、海外市場における日本製品のシェアダウン等にも繋がる可能性があるだろう。この場合、悪影響が長期に亘って残存することになる。

政府対応の遅れも懸念材料である。今後策定が予定されている2次補正予算については、成立にあたって多くの困難が生じることが予想される。この場合、復興需要が顕在化するタイミングが遅れる可能性があるだろう。

供給制約による景気の落ち込みが、企業収益や雇用者報酬の減少を通じて需要面への悪影響として波及するリスクにも注意が必要である。震災後の景気の急激な落ち込みにより企業業績は大幅に下振れたとみられ、今後、雇用や賃金には下押し圧力がかかってくる可能性が高いだろう。当研究所では、夏、冬ともボーナスの減少を見込んでいる。個人消費は、供給制約の緩和に伴う自動車販売の増加から、5月以降回復するとみているが、所得の減少が個人消費の抑制要因になることが予想される。こうした動きが強まれば、景気の下振れに繋がる可能性があるだろう。

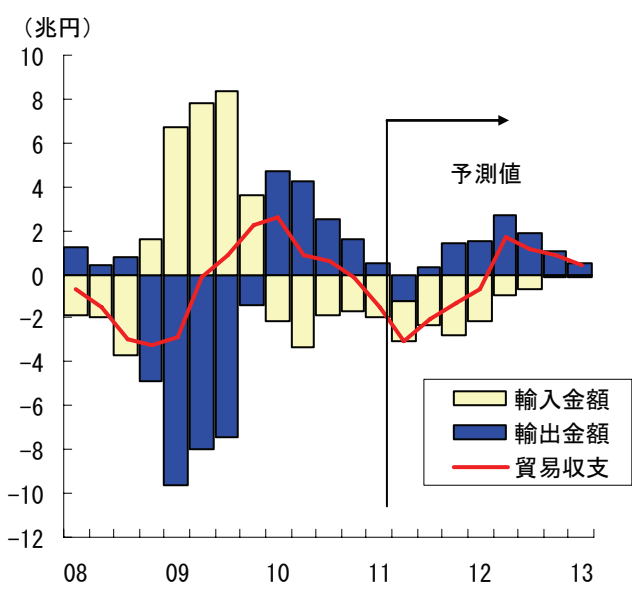
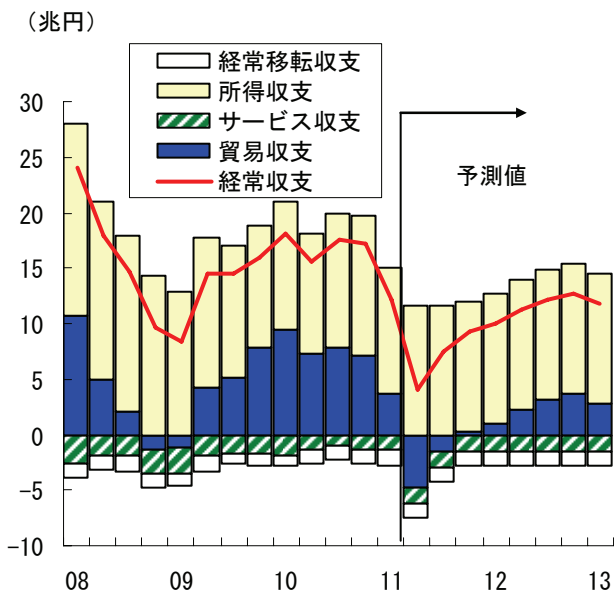
## ○ 貿易収支の動向

最近注目度が高まっている貿易収支については、当面赤字が予想される。2011年4月については、輸出の大幅減少が避けられないことに加え、輸入金額は、代替輸入の増加に加え、原油価格高止まりの影響が当面残ることから、貿易赤字転化は確実である。貿易赤字は夏場まで継続する可能性が高いだろう。その後、輸

出が震災前の水準を回復する10-12月期になれば、再び貿易収支は黒字に戻ることが予想される。なお、貿易収支が当面赤字を続けた場合でも、所得収支の黒字額が大きいことから、経常収支で見ると黒字が継続するとみられる。

資料9 経常収支の予測（季節調整値、年率換算）

資料10 貿易収支の予測（前年差）



(出所) 財務省「国際収支統計」より作成

(出所) 財務省「国際収支統計」より作成

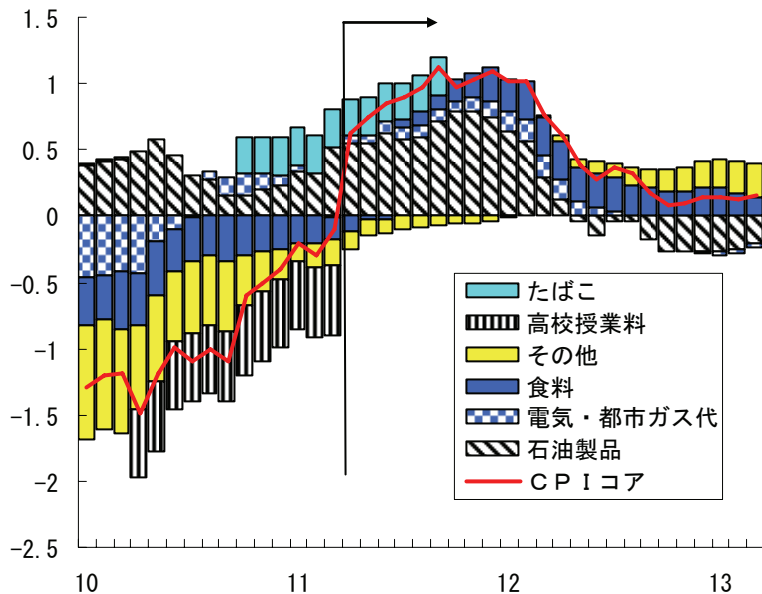
○ 消費者物価の見通し

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2011年度が前年度比+0.9%（前回見通し：同+0.9%）、2012年度が+0.3%（同+0.3%）であり、前回見通しから見方は変更していない。消費者物価指数は、2011年4月に、高校授業料無償化の影響剥落、エネルギー価格上昇、食料品価格の下落幅縮小などを背景として明確にプラス圏に浮上する見込みである（前年比+0.6%を予想）。その後についても、エネルギー価格や食料品価格の上昇に押し上げられる形で上昇率は徐々に高まっていく可能性が高いだろう。なお、2011年8月に予定されている消費者物価基準改定では0.7%ポイント程度下方改定されると予想しているが、基準改定後についてもプラスを維持する可能性が高いだろう。もっとも、こうした商品市況の上昇に伴うコストプッシュ型の物価上昇は、家計の実質購買力縮小を通じて景気の下押し要因になる。仮にこうした形で物価上昇が実現し、見かけ上デフレから脱出できたように見えたとしても、これは決して望ましい事態ではない。

なお、今回の予測では地震が物価全体に与える影響はニュートラルと想定している。供給制約による物資の不足は物価を押し上げる要因になるが、消費活動の落ち込みにより需要が大幅に減ることで物価下押し圧力が生じる面もある。個別の財・サービスで見れば、震災の影響を受けるものも多く出てくるだろうが、それは物価全体の動きとは必ずしも一致しない。供給制約が長期化するといったことがなければ、大きな影響は生じないと考えている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

資料 11 消費者物価指数（生鮮除く総合）の予測（前年比）



(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」より作成

(注) グラフの数値は2005年基準。基準改定の影響は考慮していない

図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

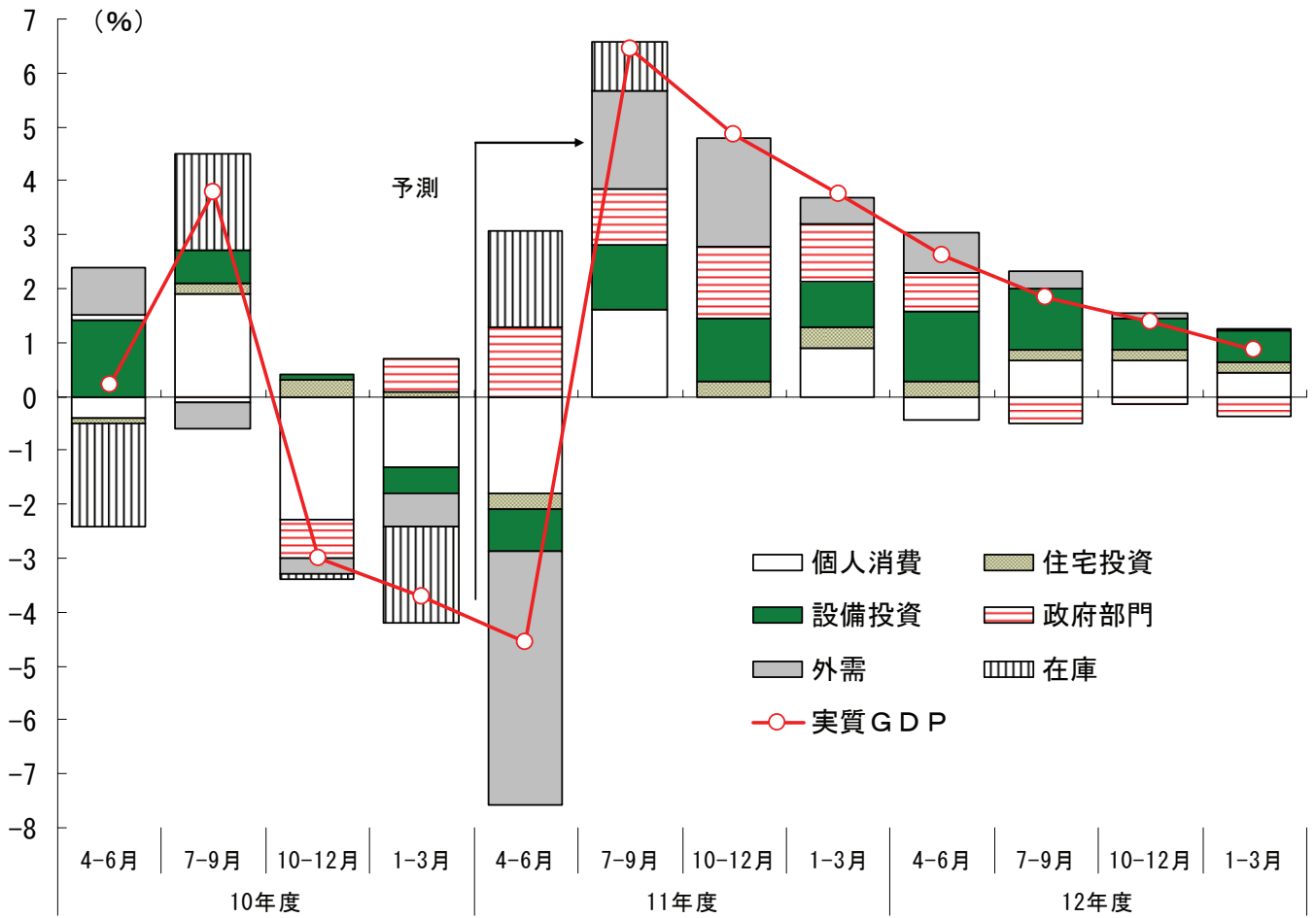
	11年				12年				13年
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	▲ 0.9	▲ 1.2	1.6	1.2	0.9	0.6	0.5	0.3	0.2
(前期比年率)	▲ 3.7	▲ 4.6	6.5	4.9	3.7	2.6	1.8	1.4	0.9
内需寄与度	▲ 0.8	0.0	1.2	0.7	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
(うち民需)	▲ 0.9	▲ 0.3	0.9	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.3
(うち公需)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
外需寄与度	▲ 0.2	▲ 1.2	0.4	0.5	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
民間最終消費支出	▲ 0.6	▲ 0.8	0.7	0.0	0.4	▲ 0.2	0.3	0.3	0.2
民間住宅	0.7	▲ 3.0	0.0	3.0	4.0	3.0	2.0	2.0	2.0
民間企業設備	▲ 0.9	▲ 1.4	2.2	2.1	1.5	2.3	2.0	1.0	1.0
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.5	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	1.0	1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 1.3	2.5	5.0	7.0	5.0	3.0	▲ 4.0	▲ 2.0	▲ 3.0
財貨・サービスの輸出	0.7	▲ 7.5	4.5	4.0	1.5	1.5	0.7	0.5	▲ 0.2
財貨・サービスの輸入	2.0	0.0	2.0	1.0	1.0	0.5	0.3	0.5	▲ 0.3
名目GDP	▲ 1.3	▲ 1.6	1.2	1.4	0.8	1.0	0.4	0.2	▲ 0.1
(前期比年率)	▲ 5.2	▲ 6.1	4.8	5.8	3.1	4.2	1.2	1.0	▲ 0.5

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

2011年4-6月期以降は第一生命経済研究所による予測値

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



(出所) 内閣府「国民経済計算」