

# 2011・12年度内外経済見通し

2011年5月20日

調査本部

TEL. 03-3591-1400

2011年1～3月期GDP統計1次速報の公表などを受け、みずほ総合研究所は2011・12年度の内外経済見通しを作成しました。各国・地域の成長率予測の概要は以下の通りです。

<海外経済> (前回予測は3月10日時点)

○米国経済 : 景気拡大続くが、資源高の影響などから減速

2011年 : +2.5% (前回+3.0%)

2012年 : +2.1% (前回+2.4%)

○欧州経済 : 独仏中心の回復続くが、資源高が足かせに

2011年 : +1.9% (前回+1.3%)

2012年 : +1.2% (前回+1.2%)

○アジア経済 : 震災の影響は限定的、輸出主導の成長続く

2011年 : +7.9% (前回+7.9%)

2012年 : +7.9% (前回+8.0%)

<日本経済> (前回予測は4月5日時点)

○2011年度 : +0.6% (前回+1.3%)

東日本大震災による供給制約が響き、低成長

○2012年度 : +2.6% (前回+2.2%)

企業活動の正常化と復興需要により高成長

以上

## 【 今回の見通しのポイント 】

### < 海外経済 >

- 世界経済は5%成長となった2010年と比べれば減速するものの、2011・12年とも4%台の成長を維持
- 世界的なインフレ進行が懸念材料。新興国を中心とした世界経済の拡大が続く中、商品市況は上昇基調が続く見通し。一部の国で大幅な金融引き締めが必要になるリスクがある。また、いずれかの時点で商品市況が急上昇し、その後の世界経済がスローダウンする可能性も

### < 日本経済 >

- 東日本大震災によって生じた供給制約により、2011年4～6月期は輸出・個人消費の減少が予想され、マイナス成長が続く見通し
- 2011年7～9月期、10～12月期は生産活動が徐々に正常化する中で、復興需要による押し上げもあり、年率+5%を超える高成長。ただし、夏場までは一部サプライチェーンの回復が遅れていることと、電力の供給制約が回復ペースを遅らせる要因に
- 2012年度は復興関連の公的需要の伸びは鈍化する一方、個人消費など民間需要の伸びが高まる形で、年率+1～+2%程度のペースで景気回復が続く見通し。ただし、復興財源を捻出するために2012年度から所得税や消費税の増税が行われれば、個人消費が下振れ
- 東日本大震災の物価への影響は軽微。GDPギャップは2012年度末時点で▲1.5%（潜在GDP比）程度まで縮小するが、2012年度中にGDPギャップ解消・デフレ脱却には至らないと予測

# I. 世界経済の現状と展望

## 世界経済は引き続き拡大

2010年夏場にかけて減速感のみられた世界経済は、10～12月期に持ち直し、2011年1～3月期も概ね拡大を維持した。

米国の1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と昨年10～12月期(同+3.1%)から減速した(図表 1)。ガソリンなどのエネルギー価格上昇を受けて、個人消費の伸びが鈍化した。

ユーロ圏の1～3月期の実質GDPは前期比年率+3.3%に加速した。輸出や建設投資の増加によりドイツ・フランスなどの成長率が高まる一方、ポルトガルなど南欧諸国の景気は低迷が続き、格差が拡大している。

中国の1～3月期の実質GDPは前年比+9.7%(10～12月期同+9.8%)と高成長を維持した。外需寄与度はマイナスとなる一方、インフラ投資などの伸びが高まった模様である。

アジア経済は、輸出の回復を受けて、韓国(前期比年率+5.6%)、台湾(同+19.0%)、シンガポール(同+22.5%)の成長率が高まった。また、マレーシア(前年比+4.6%)、インドネシア(同+6.5%)も堅調だった。一方、通貨安・インフレが進むベトナムの成長率は大きく鈍化した。

世界経済が概ね堅調に拡大する中、日本は3月11日に発生した東日本大震災の影響で1～3月期の実質GDPが前期比年率▲3.7%(10～12月期同▲3.0%)と2四半期連続のマイナス成長となった。

図表 1 主要国・地域の実質GDP成長率

|        | 2009年  |       |       |        | 2010年 |       |        |        | 2010年 |
|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
|        | 1～3月   | 4～6月  | 7～9月  | 10～12月 | 1～3月  | 4～6月  | 7～9月   | 10～12月 | 1～3月  |
| 米国     | ▲ 4.9  | ▲ 0.7 | 1.6   | 5.0    | 3.7   | 1.7   | 2.6    | 3.1    | 1.8   |
| ユーロ圏   | ▲ 9.6  | ▲ 0.6 | 1.6   | 0.8    | 1.6   | 4.0   | 1.4    | 1.1    | 3.3   |
| ドイツ    | ▲ 14.0 | 2.2   | 3.0   | 2.0    | 2.1   | 8.7   | 3.2    | 1.5    | 6.1   |
| フランス   | ▲ 6.0  | 0.3   | 0.9   | 2.4    | 0.6   | 2.0   | 1.7    | 1.4    | 3.9   |
| イタリア   | ▲ 11.4 | ▲ 1.3 | 1.5   | ▲ 0.0  | 2.4   | 2.0   | 1.2    | 0.5    | 0.4   |
| 日本     | ▲ 18.3 | 9.1   | ▲ 2.0 | 6.3    | 9.1   | 0.2   | 3.8    | ▲ 3.0  | ▲ 3.7 |
| 韓国     | 0.4    | 10.4  | 14.5  | 0.7    | 8.6   | 5.7   | 2.6    | 2.0    | 5.6   |
| 台湾     | ▲ 4.1  | 13.5  | 11.8  | 18.4   | 17.8  | 2.4   | 3.7    | 1.2    | 19.0  |
| 香港     | ▲ 13.3 | 14.6  | 2.1   | 8.8    | 7.6   | 7.8   | 3.5    | 6.3    | 11.9  |
| シンガポール | ▲ 8.9  | 18.6  | 13.3  | ▲ 1.5  | 39.9  | 29.7  | ▲ 16.7 | 3.9    | 22.5  |
| タイ     | ▲ 7.9  | 9.6   | 8.7   | 15.4   | 14.6  | ▲ 1.5 | ▲ 1.3  | 4.8    |       |
| フィリピン  | ▲ 5.7  | 4.4   | 3.4   | 7.6    | 16.1  | 5.1   | ▲ 3.2  | 12.7   |       |

(前期比年率、%)

|        | 2009年 | 2010年 |
|--------|-------|-------|
| 中国     | 6.6   | 9.7   |
| マレーシア  | ▲ 6.2 | ▲ 1.2 |
| インドネシア | 4.6   | 4.2   |
| ベトナム   | 3.1   | 6.0   |
| インド    | 5.9   | 8.6   |

(前年比、%)

(資料)Datastream、CEIC、各国統計

世界経済は2011・2012年とも4%程度の成長を維持

2011年の世界経済は、5%程度の成長となった2010年と比べて減速するものの、4%台の成長を維持すると予測している(図表 2)。2012年についても、財政引き締めの影響が強まる米国・ユーロ圏がやや減速する一方で、中国を中心とする新興国経済は堅調が続き、4%程度の成長が続く見通しである。

米国経済は2011年+2.5%、2012年+2.1%と成長ペースが鈍化するものの、昨年末に決定した給与税減税や設備投資減税の下支えなどにより、景気拡大を維持するとみられる。また、昨年来の量的金融緩和政策(QE2)が功を奏し、デフレのリスクは後退したと考えられる。

ユーロ圏経済は、2011年の成長率は+1.9%と2010年からやや加速するが、財政引き締めや資源高の影響を受けて、2012年は+1.2%に減速すると予測した。

アジア経済は、輸出の増加が続くことに加えて、設備投資や個人消費など国内需要も堅調に拡大する見通しである。NIEsの実質GDP成長率は2011年+4.7%、2012年+4.2%、ASEAN5は2011年+5.2%、2012年+5.4%といずれも堅調な成長が続くであろう。

中国経済は、2011年+9.5%、2012年+9.7%と高成長が続くと予測している。インフレの進行に対して金融政策は引締めが続くとみられるが、新しい5カ年計画がスタートする中、インフラ整備や戦略的新興産業関連を中心に、投資は高い伸びを維持するとみられる。賃金上昇などを背景に個人消費も堅調に増加しよう。

日本経済は、震災の影響で2011年(暦年ベース)の実質GDP成長率が▲0.4%と2年ぶりのマイナス成長となった後、復興需要による押し上げもあって2012年の成長率は+2.9%に高まる見通しである。

図表 2 世界経済予測総括表

| 暦年           | (前年比、%)       |               |               |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|              | 2009年<br>(実績) | 2010年<br>(実績) | 2011年<br>(予測) | 2012年<br>(予測) |
| 予測対象地域計      | 0.2           | 5.2           | 4.2           | 4.3           |
| 日米ユーロ圏       | ▲ 3.6         | 2.6           | 1.9           | 1.9           |
| 米国           | ▲ 2.6         | 2.9           | 2.5           | 2.1           |
| ユーロ圏         | ▲ 4.0         | 1.7           | 1.9           | 1.2           |
| 日本           | ▲ 6.3         | 4.0           | ▲ 0.4         | 2.9           |
| アジア          | 6.1           | 9.2           | 7.9           | 7.9           |
| NIEs         | ▲ 0.8         | 8.4           | 4.7           | 4.2           |
| ASEAN5       | 1.6           | 6.9           | 5.2           | 5.4           |
| 中国           | 9.2           | 10.3          | 9.5           | 9.7           |
| インド          | 7.0           | 8.8           | 7.9           | 7.7           |
| 日本(年度)       | ▲ 2.4         | 2.3           | 0.6           | 2.6           |
| 原油価格(\$/bbl) | 62            | 80            | 107           | 126           |

(注)予測対象地域計はIMFによる2010年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料)IMF, みずほ総合研究所

強まるインフレ懸念

以上のように、世界経済は2012年にかけて年間4%程度の成長ペースを維持するというのが今回のメイン・シナリオである。

しかし、世界経済の先行きについては、引き続きリスク要因も多い。最近になって強まっているのは、世界的なインフレ進行に対する懸念である。北アフリカ・中東情勢の不安などから2011年春先にかけて原油価格(WTI)が110ドル/バレル程度まで高騰した。商品市況の上昇を背景に、足元のインフレ率は世界的に高まる方向にある(図表 3)。こうした状況下、各国で金融を引き締める動きが広まっている。特に新興国では、中国をはじめ多くの国が2011年入り後に政策金利を引き上げるなど、インフレリスクへの対応を強めている。

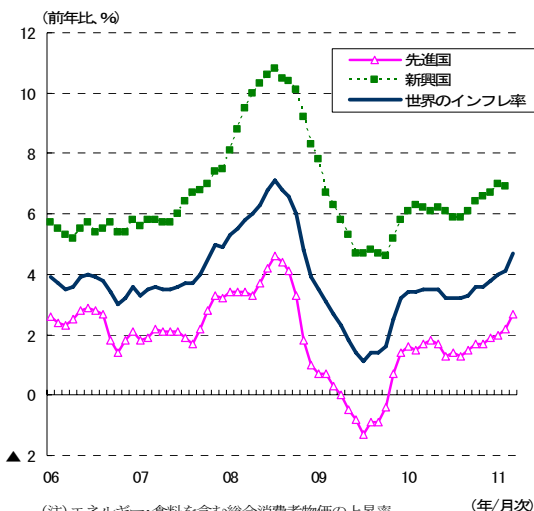
原油価格の予測を大幅に上方修正

足元の商品市況は、5月に入って銀や原油の先物市場で証拠金引き上げがあったことなどから、やや落ち着いている。しかし、商品市況が上昇する背景にあるのは、新興国経済の拡大により中長期的に需給がひっ迫するとの観測である。IMF(国際通貨基金)のデータを用いて世界的なGDPギャップを試算したのが図表 4である。2012年にかけて世界経済が4%の成長を続けた場合、GDPギャップのプラス幅(インフレ・ギャップ)はリーマン・ショック前の2008年初頭のレベルまで拡大すると計算される。こうした状況下では、エネルギー・食品をはじめとする様々な品目で需給ひっ迫が意識されやすく、原油など商品市況は引き続き上昇傾向で推移する可能性が高い。今回の見通しでは、2011年の原油価格(WTI)を107ドル/バレル(前回:98ドル)、2012年を126ドル/バレル(前回:99ドル)と予測した。

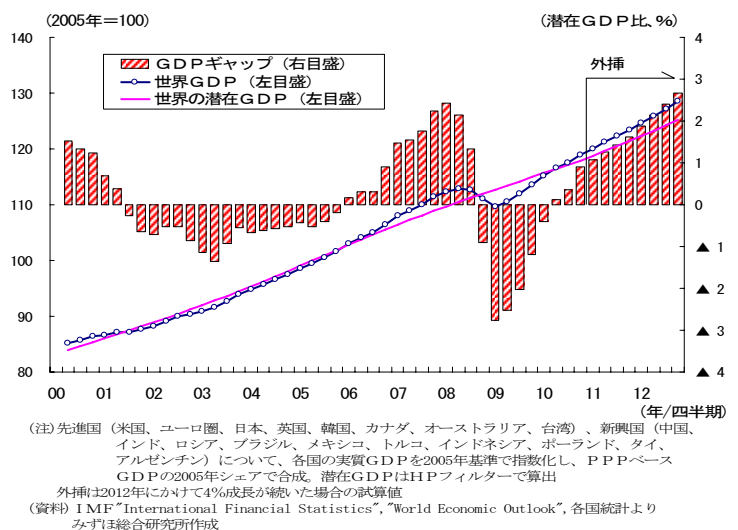
インフレ防止のため、各国で金融政策は引き締め気味に運営されると予想されるが、一部の国はインフレ加速に対応して大幅な引き締めを余儀なくされる可能性がある。また、いずれかの時点で商品市況が急上昇し、その後に世界経済がスローダウンする可能性もあるだろう。グローバルなインフレ懸念に対して、各国が適切な金融政策を講じることができるかが、2012年にかけての世界経済動向を大きく左右することになりそうだ。

一方、日本にとって商品市況の高騰は、交易条件の悪化を通じて国内需要への下押し圧力となる。震災からの復興を目指す日本にとって、交易条件悪化によるコスト増は回復を妨げる要因となりかねない。

図表 3 先進国・新興国のインフレ率



図表 4 世界GDPギャップ(試算値)

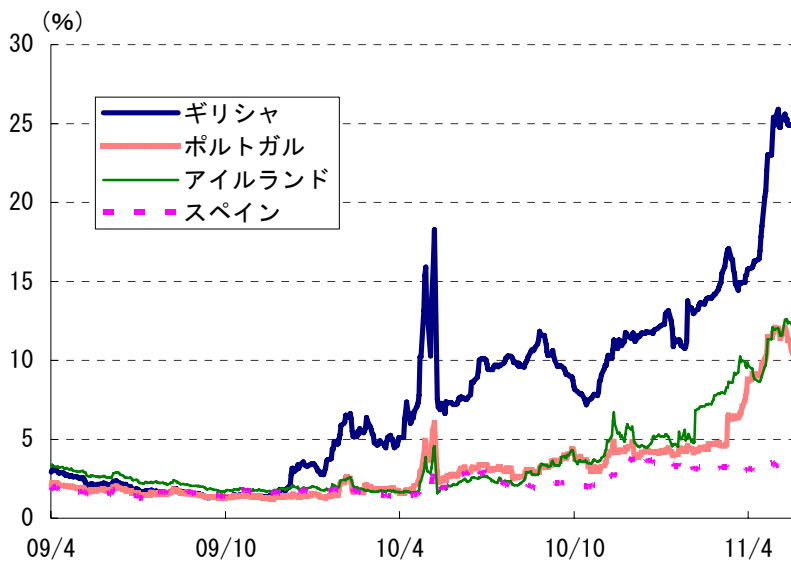


欧州の財政・金融不安は引き続き懸念材料

また、欧州の財政・金融に対する不安は、引き続き残存している。最近ではポルトガルやギリシャ支援のあり方を巡ってユーロ加盟国の中で不協和音が目立ち始め、南欧諸国の国債金利が上昇するなど、金融市場での不安が強まっている(図表 5)。南欧諸国を支援するに当たって、ドイツ・フランスなど国民負担が発生する可能性のある国々では国民の反発が強まっており、短期間で解決は望めそうもない。

様々なリスクを抱えた世界経済は足元で不安定さを増しているようにもみえ、2012年まで好調を維持できるのか、不透明感は依然として強い。

図表 5 南欧諸国の2年国債利回り



(資料)Bloomberg

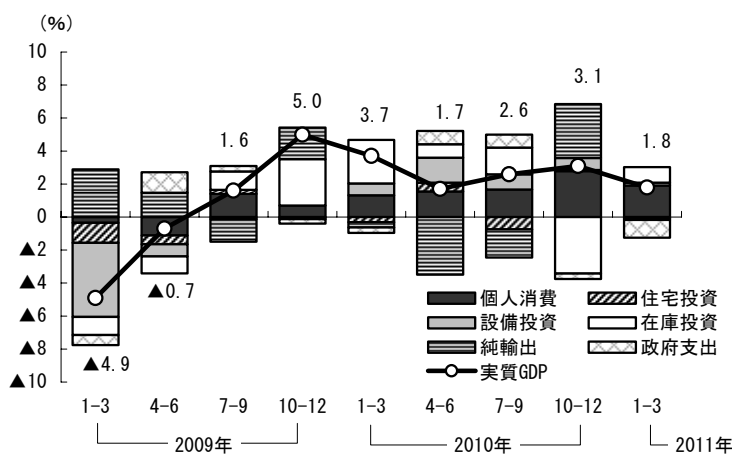
## II. 海外経済

### (1) 米国経済

2011年1～3月期の成長率は前期比年率+1.8%と大きく減速

2011年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+1.8%となり、大きく減速した(図表6)。内訳をみると、個人消費と設備投資の伸びが大きく低下し、政府部門でも国防支出や州・地方政府の公共投資が減少するなどにより、国内最終需要の伸びが同+0.9%へと急減速した。外需寄与度もほぼゼロに留まる中、在庫投資が実質GDP成長率の半分を支えた格好となった。

図表6 実質GDP成長率



(注) 前期比年率。  
(資料) 米国商務省

| 前期比年率%    | 2011. Q1 | 寄与度   | 2010. Q4 |
|-----------|----------|-------|----------|
| 実質GDP     | +1.8     | -     | +3.1     |
| 個人消費      | +2.7     | +1.91 | +4.0     |
| 住宅投資      | ▲4.1     | ▲0.09 | +3.3     |
| 設備投資      | +1.8     | +0.18 | +7.7     |
| 在庫投資      | +43.8    | +0.93 | +16.2    |
| 純輸出       | ▲399.7   | ▲0.08 | ▲397.7   |
| 輸出        | +4.9     | +0.64 | +8.6     |
| 輸入        | +4.4     | ▲0.72 | ▲12.6    |
| 政府支出      | ▲5.2     | ▲1.09 | ▲1.7     |
| 国内最終需要    | +0.9     | -     | +3.2     |
| GDPデフレーター | +1.9     | -     | +0.3     |

(注) 在庫投資、純輸出の前期比年率の欄は水準を表し、単位は10億ドル。

雇用・所得環境の回復の勢いが加速。給与税減税が加わり、1～3月期の可処分所得は高い伸びに

2011年1～3月期の米国経済は予想を超える減速を示したが、一時的な動きと、今後の見通しに影響を与え得る要因とに分けて考える必要がある。

まず個人消費については、2011年1月に給与税減税が実施されたことに加え、民間部門を中心とする雇用の改善が予想以上に進むなどの追い風を受けていた。4月の雇用統計では3カ月続けて非農業部門雇用者数が前月比20万人超の増加となったことが明らかとなった。4月の失業率は前月比上昇したが、2010年10～12月期の9.6%と比べれば9.0%へと大きく低下している。このほか自営所得や資産所得の改善などもみられ、給与税減税分や移転所得を除く個人所得の伸びは前期比年率+5.3%となり、予想以上に回復の勢いを増した(図表7、次頁)。これに給与税減税が加わり、米国再生・再投資法で導入された減税(Making Work Pay Credit)の失効にもかかわらず、名目可処分所得は前期比年率+6.9%と高い伸びをみせた。

しかし資源高に伴うインフレの逆風も強まり、1～3月期の個人消費が大きく減速

しかし、こうした雇用及び所得環境の改善と同時に、1～3月期には資源高を背景としてインフレも予想以上に進んだ。個人消費支出(PCE)デフレーターは前期比年率+3.8%と、世界的にインフレが進んでいた2008年当時の水準に匹敵する高まりをみせた。コア・インフレ率は同+1.5%と低位に留まる中で、エネルギー物価や食品物価が同+40.5%、同+6.5%と大幅に上昇、家計の購買力の一部を奪うこととなった。

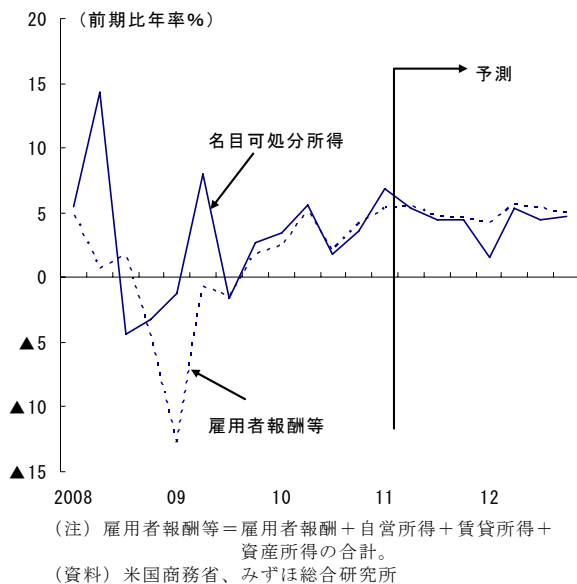
1～3月期の実質可処分所得は同+2.9%と堅調な伸びを維持したが、こうした雇用・所得環境の改善とインフレとの綱引きは、1～3月期に留まらず、見通し期間を通じて続くと考えられる。

## 今後も雇用・所得の改善と インフレが綱引き

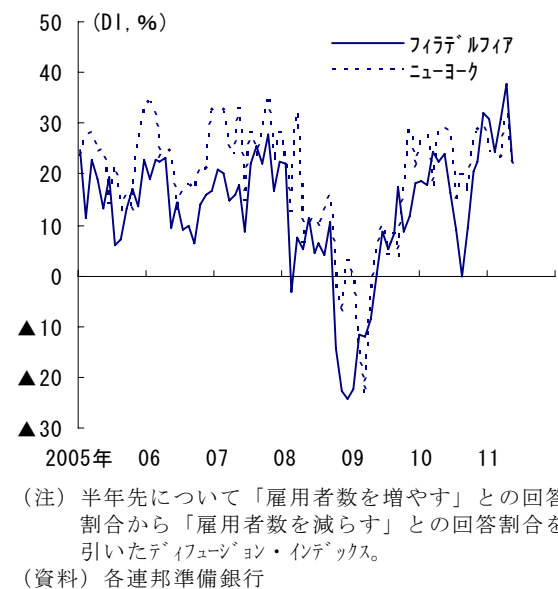
本見通しでは、原油価格は上昇が続く中で、エネルギー物価や食品物価の上昇を通じてインフレ率がこれまで考えていた以上に高めで推移すると予想する。一方、資源高が進んでいるにもかかわらず、企業の雇用判断をみると、今後も雇用拡大が続くことを示唆している(図表 8)。もっとも、雇用回復テンポが加速していくと考えるのは楽観的過ぎるだろう。そこで本見通しでは、概ね従来通り、雇用や賃金が緩やかに持ち直していくと予想する。また上述した自営所得や資産所得なども拡大が続くだろう。

こうした考え方にに基づき、本見通しでは、可処分所得の伸びを 2011 年+4.8%(3 月見通し+4.4%)、2012 年+3.9%(同+2.8%)と上方修正した。同時に、PCEデフレーター上昇率の見通しについても、2011 年+2.4%(同+1.8%)、2012 年+2.2%(同+1.3%)と上方修正した。

図表 7 移転所得等を除く個人所得



図表 8 米国企業の雇用判断(半年先)



## 1～3月期の設備投資の減速は悪天候による一時的な動き。投資マインドは底堅く、今後は減税が追い風に

2011 年 1～3 月期には設備投資も勢いを失ったが、これは主に悪天候によって建設投資が減少したことが理由とみられる。企業の設備投資マインドを表す指標には大きな変調がみられず、良好さを保っており、1～3 月期の減速は一時的なものと考えてよいだろう(図表 9、次頁)。

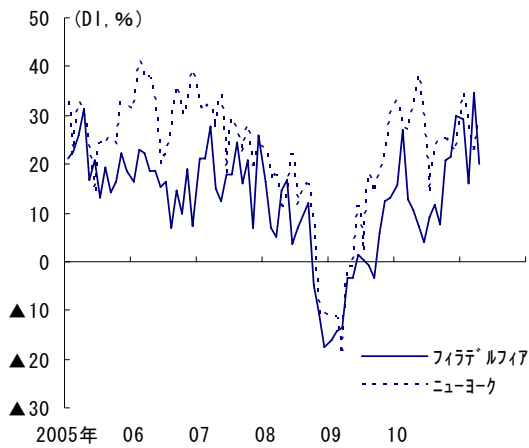
今後は、従来の見通しと同様、設備投資減税が 2011 年後半に向けて設備投資の伸びを高める要因になると考える。もっとも、今後予想される資源高は、企業収益の悪化要因となるだろう。そのため、4～6 月期以降の設備投資の伸び率は小幅ではあるが下方修正した。

他の需要項目については概ね次の通りである。1～3 月期の住宅投資は、戸建てや集合住宅関連投資の減少が緩和したものの、修繕投資の悪化や住宅販売手数料の伸び鈍化が相まって前期比減少した。今後も、高いストック調整圧力の下で、住宅投資は底ばいが続く予想される。

政府支出については、1～3 月期における国防費の急減は一時的とみられるものの、州・地方政府の財政難に加えて連邦政府レベルでも、財政問題を背景に従来想定していたよりも緊縮的な財政運営が行なわれると予想される。

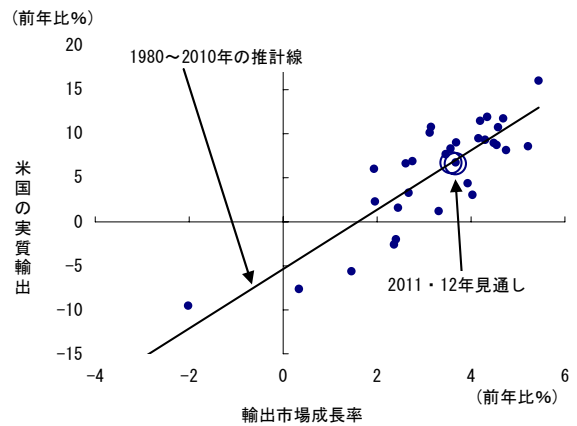


図表 9 米国企業の設備投資判断



(注) 半年先について「設備投資を増やす」との回答割合から「設備投資を減らす」との回答割合を引いたデフュージョン・インデックス。  
(資料) 各連邦準備銀行

図表 10 輸出先の成長率と米国輸出



(注) 輸出市場成長率は主要輸出先国36カ国・地域の実質GDP成長率 (IMF及びみずほ総合研究所) を米国からの輸出のウェイト (FRB) を用いて加重平均したもの。●は実績、○は2011年、2012年の予測値。  
(資料) IMF、FRB、みずほ総合研究所

2011年の実質GDP成長率は+2.5% (3月見通し+3.1%)

2012年は+2.1% (同+2.4%)。在庫投資を下方修正

輸出については、海外経済の拡大(図表 10)やドル安が追い風となるが、資源高や新興国の引き締めなどを考慮し、従来の見通しと比べて小幅下方修正した。

本見通しでは 2011 年の実質GDP成長率を+2.5%に下方修正した(図表 11、3月見通し+3.1%)。2011 年 1~3 月期の減速が大きな下方修正要因ではあるが(▲0.5Pt相当)、4~6 月期以降の各需要項目の伸びについては上述した考え方を踏まえて修正している。

また、本見通しでは 2012 年の実質GDP成長率も+2.1%に下方修正した(同+2.4%)。2011年の最終需要の伸びを下方修正したことで、在庫投資は余計に積み上がる格好だ。そこで2012年に在庫積み増し幅の縮小という形で影響が現れるということだ。なお、従来から指摘しているように、2012年には景気対策の失効も減速要因である。

図表 11 米国経済見通し総括表

|                        | 2011年         |        |        |         | 2012年  |        |        |         | 2010年<br>(実績) | 2011年<br>(予測) | 2012年<br>(予測) |
|------------------------|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------------|---------------|---------------|
|                        | 1~3月期<br>(実績) | 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 |               |               |               |
| GDP (前期比年率%)           | 1.8           | 3.3    | 1.7    | 2.8     | 1.9    | 0.9    | 3.3    | 2.4     | 2.9           | 2.5           | 2.1           |
| 個人消費 (前期比年率%)          | 2.7           | 2.5    | 2.5    | 1.8     | 2.0    | 1.2    | 2.7    | 2.8     | 1.7           | 2.8           | 2.0           |
| 住宅投資 (前期比年率%)          | ▲4.1          | 3.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | ▲3.0          | ▲2.5          | 0.2           |
| 設備投資 (前期比年率%)          | 1.8           | 6.6    | 8.7    | 9.9     | ▲1.1   | 8.1    | 8.1    | 8.1     | 5.7           | 7.1           | 6.0           |
| 在庫投資 (年率10億%)          | 43.8          | 65.0   | 45.0   | 70.0    | 80.0   | 50.0   | 60.0   | 40.0    | 62.6          | 56.0          | 57.5          |
| 政府支出 (前期比年率%)          | ▲5.2          | 1.0    | ▲0.5   | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.5    | 0.5     | 1.0           | ▲0.8          | 0.1           |
| 純輸出 (年率10億%)           | ▲399.6        | ▲400.6 | ▲404.3 | ▲411.0  | ▲402.0 | ▲396.2 | ▲394.4 | ▲392.3  | ▲422.5        | ▲403.9        | ▲396.2        |
| 輸出 (前期比年率%)            | 4.9           | 5.7    | 6.5    | 6.8     | 7.0    | 6.8    | 6.5    | 6.5     | 11.7          | 6.6           | 6.7           |
| 輸入 (前期比年率%)            | 4.4           | 4.8    | 6.0    | 6.8     | 4.0    | 4.5    | 5.0    | 5.0     | 12.6          | 4.3           | 5.1           |
| 国内最終需要 (前期比年率%)        | 0.9           | 2.6    | 2.4    | 2.2     | 1.3    | 1.6    | 2.8    | 2.9     | 1.9           | 2.3           | 2.0           |
| 失業率 (%)                | 8.9           | 8.8    | 8.6    | 8.4     | 8.1    | 7.9    | 7.7    | 7.5     | 9.6           | 8.7           | 7.8           |
| 非農業部門雇用者数 (1カ月当たり, 千人) | 144           | 217    | 187    | 167     | 188    | 200    | 200    | 201     | ▲81           | 136           | 190           |
| 可処分所得 (前期比年率%)         | 6.9           | 5.3    | 4.5    | 4.4     | 1.5    | 5.3    | 4.5    | 4.8     | 3.1           | 4.8           | 3.9           |
| 個人貯蓄率 (%)              | 5.7           | 5.6    | 5.5    | 5.6     | 5.0    | 5.5    | 5.4    | 5.4     | 5.8           | 5.6           | 5.3           |
| 個人消費支出デフレーター (前年比%)    | 1.6           | 2.4    | 2.8    | 2.9     | 2.5    | 2.2    | 2.0    | 2.0     | 1.7           | 2.4           | 2.2           |
| 食品・エネルギーを除くコア (前年比%)   | 0.9           | 1.0    | 1.1    | 1.4     | 1.4    | 1.4    | 1.4    | 1.5     | 1.3           | 1.1           | 1.4           |

(資料) 米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

東日本大震災の影響により2011年4～6月期の自動車生産が下ぶれ。10～12月期の正常化を想定

デイスインフレ傾向に歯止め。今後もコア・インフレ率は緩やかな上昇を保つ公算

QE2後も金融緩和度合いは維持。自然失業率も高止まり、コア・インフレ率の持ち直しに寄与

貯蓄率も高止まり

なお本見通しでは、東日本大震災の影響も加味した。具体的には日本からの部品調達が困難となっていることを踏まえ、国内自動車生産が2011年4～6月期に下ぶれし、その後10～12月期に通常の生産水準に戻るパスを想定した。実質GDP成長率に対する影響は寄与度ベースで4～6月期に▲0.5%弱、その反動が7～9月期、10～12月期に現れると想定した。

みずほ総合研究所では、2009年11月の見通しで次のように述べていた。「2010年10～12月期には前年比+0.8%へと一段と低下」し、「その頃までに、2000年代前半の米国経済を襲ったデフレ・リスクが再び強く意識されるようになって見込まれる。」こうした予測通り、コアPCEデフレーター上昇率は2010年10～12月期に同+0.8%となり、この間、デフレ懸念も高まった。2010年8月下旬には、バーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長が、追加緩和のため長期国債買い入れ策(所謂QE2)を示唆し、同年11月の連邦公開市場委員会(FOMC)でその実施を決めた。

QE2は、短期予想インフレ率や株価の上昇など、期待された金融市場の変化を引き起こし、コア・インフレ率も呼応するかのようになり、それまでの低下傾向(デイスインフレ)に歯止めがかかった。2011年1～3月期のコア・インフレ率は前年比+0.9%と低位だが、前期比年率では+1.5%となり、デイスインフレの終焉を示唆する動きをみせている。本見通しでは、今後もコア・インフレ率がこうした緩やかな上昇を保つと予想する。大きなショックがない限り、デフレ・リスクは大きく後退したと考えられるだろう。

一方、みずほ総合研究所では、バーナンキ議長がQE2の発動を示唆したその月の見通しで(2010年8月)、米国の自然失業率が「7%程度に達している」と指摘し、「メイン・シナリオにおいてデフレが回避できると考える理由でもある」とした。本見通しにおいても、QE2やそれが終了する6月末以降も金融緩和度合いがしばらく維持されるとみられる中で短期予想インフレ率が安定推移すると共に、自然失業率が高止まることによって、コア・インフレ率が持ち直していくと考える。

金融危機は特に信用バブルの中心地となった住宅市場に強く現れた。今なお住宅投資の水準は大きく落ち込んだままで、これに伴い建設関連労働者の失業率も、金融危機前の8%から足元では20%近傍まで上昇している。労働力人口に占める建設関連労働者は約6%であるから、住宅不況だけで0.7%Ptほど米国全体の失業率が“構造的に”押し上げられている計算だ。さらに失業問題を深刻にしているのは、米国では建設関連労働者の多くが教育や訓練に乏しい低スキル労働者と言われている点だ。景気回復に伴い仕事は生まれても、低スキルの失業者が仕事にありつくことは困難で、長期にわたって失業状態が続くだろう。信用バブル崩壊に伴う住宅不況を構造的な不況と看做せば、その分だけ労働市場でも自然失業率が上昇すると考えるのが妥当だろう。

金融危機の後遺症は貯蓄率の高止まりという形でも残っている。家計の保有純資産は少しずつ持ち直しているが、2007年1～3月期の6.3倍(可処分所得比)と比べると2010年10～12月期でも4.9倍の水準に留まっている。この間、貯蓄率は2.3%から5.6%へと上昇した。今後、純資産の持ち直しが続けば貯蓄率にも低下余地が生まれるが、住宅ローン問題などが残り信用の回復が完全とは言えない中では、貯蓄率の低下余地は限られ、一時的なバッファーとしての役割に留まろう。

## (2) 欧州経済

特殊要因の影響を割り引いても、1～3月期のユーロ圏景気は堅調と評価

域内格差は一段と拡大。好調さの続くドイツでは、実質GDPが金融危機前の水準を回復

一方、イタリア・スペインはL字型の弱い回復ペース

ユーロ圏景気は今後も独仏中心に回復が続く見通し

但し、2011年後半のユーロ圏景気は資源高の影響を受けて減速局面に

2011年初のユーロ圏景気は堅調な回復を遂げた。1～3月期のユーロ圏実質GDPは前期比+0.8%(前期比年率+3.3%)と、昨年4～6月期(前期比年率+4.0%)を除くと、2007年1～3月期以来の高い伸びとなった。需要項目は未発表だが、1～3月期の堅調さについては、まず、建設投資の急増を挙げられる。前期の天候要因による反動増が見込まれていたが、落ち込み幅以上に改善し、成長率(年率)を1%Pt近く押し上げたようだ。加えて、輸出拡大に伴う設備投資の好調さや雇用情勢の改善を受けた個人消費の底堅さなど、内需中心の高成長になったとみられる。

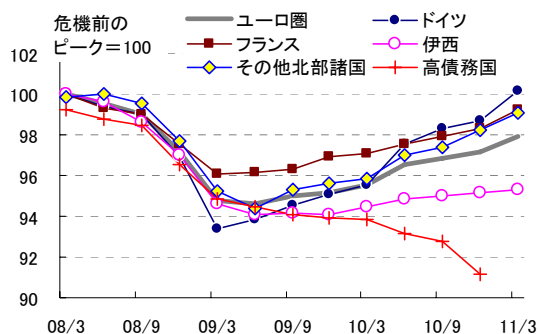
域内の「北高南低」と言われる景気回復ペースの格差は一段と拡大した(図表12)。ユーロ圏を牽引する北部諸国を見ると、ドイツが前期比年率+6.1%と高成長を達成し、フランスも同+3.9%と2006年4～6月期以来の高い伸びを記録した。加えて、オランダ(同+3.5%)やオーストリア(同+4.0%)等も高めの成長率となった。これらの諸国では景気回復がより自律的となっており、新興国景気の高成長や昨年までのユーロ圏安効果による輸出拡大が企業の設備投資意欲を高め、雇用・所得環境の改善にもつながり始めた。特に、ユーロ圏の中でも高めの成長を続けるドイツでは、2000年代半ば以降の景気回復局面と異なり、雇用拡大と賃上げによって個人消費も安定的な拡大が続いており、内外需バランスのとれた景気回復を遂げている。1～3月期の高成長を受けてドイツの実質GDPは金融危機前のピーク水準を回復するに至った。

一方、南部諸国は低迷を抜け出していない。イタリア(同+0.4%)やスペイン(同+1.2%)では低成長に留まり、実質GDPはL字型の弱い回復を辿っている。4月にEUに金融支援を要請したポルトガルでは同▲2.8%と、前期(同▲1.2%)から一段と悪化しており、高債務国では未だ明確な景気回復の兆しがうかがえない状況にある。

経済規模では北部諸国の比率が大きいので、ユーロ圏全体では底堅い景気回復が続く形となっている。今後を展望しても、北部諸国を中心にユーロ圏景気回復が続くと見込まれ、特に、ドイツには景気けん引役が期待される。スペイン等の南欧諸国と異なり、企業・家計のバランスシートが健全であることもドイツ経済の強みだろう。

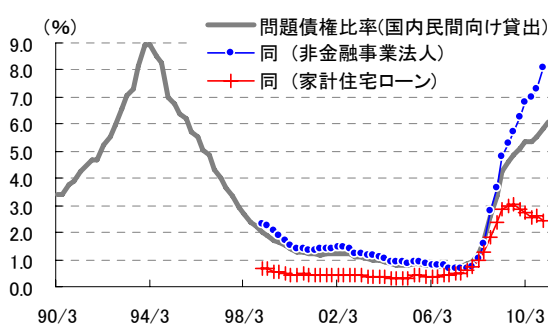
ユーロ圏主要国のファンダメンタルズが強くなっているが、2011年後半のユーロ圏景気は減速局面とみている。大幅な財政緊縮措置による内需下押しに加え、今回、インフレ見通しを上方修正したことの影響を勘案した。インフレ見通しを引き上げた背景は、資源価格高騰の影響に加えて、雇用コスト上昇によってコア・インフレ率もやや高めの水準が続くと見込まれるためである。ドイツ等では賃上げ妥結が相次ぎ、一部

図表 12 ユーロ圏各国の実質GDP



(注)その他北部諸国はオーストリア、ベルギー、フィンランド、オランダ。  
高債務国はギリシャ、アイルランド、ポルトガル。  
(資料)Eurostat、各国統計局

図表 13 スペイン市中銀行の問題債権比率



(注)問題債権は延滞3カ月超などの不良債権予備高  
問題債権比率=問題債権/貸出残高  
(資料)スペイン中銀

諸国ではインフレ連動の賃金体系となっているために雇用コストの押し上げにつながり易く、資源価格の上昇ペースが緩んでもインフレ率の高止まりが続くだろう。この結果、2011 年後半には雇用所得が改善する以上に購買力悪化が進み、企業部門でも資源高によるコスト上昇や金利先高観を受けたユーロ高が生産・設備投資の抑制要因になると見込まれる。

景気見通しにおけるリスクは引き続き下振れ方向とみており、最大のリスク要因は南欧債務問題を中心とした金融市場の動向である。まず、ギリシャ問題の行方が注目される。既にギリシャのデフォルト観測の高まりを受けて南欧諸国の国債利回りが急上昇している状況だが、当局は対応策について意見集約を図れていない。仮にギリシャが何らかの債務再編に踏み切れば、金融危機を引き起こす可能性を軽視できないため、EUは最終的にはギリシャの更なる財政健全化策を条件に支援を増額せざるを得ないと予想される。とはいえ、支援する側である高格付国では世論の反発から安易に追加支援を容認できないため、ギリシャ国債の償還期限が到来する2012年初にかけて当局者間の議論は紆余曲折し、国債市場の不安定さが続くリスクがある。

さらに、金融引き締めによる南欧諸国、特にスペインへの影響も懸念材料である。インフレ懸念からECBは7月にも追加利上げに踏み切ると予想されるが、大幅な緊縮財政によって景気低迷の続く南欧諸国にとっては一段と逆風が強まることになる。スペインを含めたユーロ圏の多くの諸国では変動金利に連動する住宅ローンが主流のため、利上げは家計の利払い負担の増大に直結する(なお、ドイツでは長期金利連動の住宅ローンが主流)。スペインでは失業率が20%台と高止まりしている中、利払い負担の増大により住宅ローン(国内融資残高の3割強を占める)の劣化が進めば、不良債権問題の再燃につながる恐れがある(前ページ図表13)。スペインは経済規模が大きく、西欧主要国に対する債務残高も大きいため、既に救済を受けているギリシャ等よりもはるかに大きな影響を及ぼすリスクを抱えている。

メインシナリオとしては、2011年のユーロ圏実質GDP成長率を+1.9%と前回(同+1.3%)から上方修正し、2012年を+1.2%(前回と同じ)と予測した(図表14)。2011年の上方修正は年前半の見通しを大幅に引き上げたことが主因である。年後半のユーロ圏景気は減速するが、世界経済の拡大を追い風にしたドイツ・フランス等主要国の底堅さに下支えされ、ユーロ圏景気の回復局面は続くと思込まれる。インフレ圧力の緩和する2012年に入ると、ユーロ圏景気は再び上向くとみているが、ギリシャ問題の行方が大きなリスクファクターとして注意を要する。

南欧債務問題を抱え、引き続き景気下振れリスクが大。  
①ギリシャの債務再編議論の行方

②金融引き締めによるスペイン景気の悪化が不良債権問題を一段と悪化させるリスク

リスク要因が顕在化しなければ、2012年に入りユーロ圏の景気拡大ペースは再び上向く見通し

図表 14 ユーロ圏経済見通し

|              | 2009年  | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2010年 |      | 2011年 |       | 2012年 |       |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|              | (実績)   | (実績)  | (予測)  | (予測)  | 上期    | 下期   | 上期(予) | 下期(予) | 上期(予) | 下期(予) |
| 実質GDP        | ▲ 4.1  | 1.7   | 1.9   | 1.2   | 2.0   | 2.0  | 2.2   | 1.1   | 1.1   | 1.6   |
| (期中成長率)      | ▲ 2.1  | 2.0   | 1.6   | 1.4   | 1.4   | 2.0  | 2.1   | 1.6   | 1.1   | 1.3   |
| 民間消費         | ▲ 1.1  | 0.8   | 1.0   | 1.0   | 1.2   | 1.0  | 1.1   | 0.7   | 0.9   | 1.4   |
| 政府消費         | 2.5    | 0.7   | 0.2   | ▲ 0.7 | 0.0   | 1.1  | 0.5   | ▲ 1.0 | ▲ 0.7 | ▲ 0.5 |
| 固定資本形成       | ▲ 11.2 | ▲ 1.0 | 2.5   | 2.1   | 0.5   | 1.1  | 3.7   | 1.7   | 1.9   | 2.7   |
| 外需(寄与度)      | ▲ 0.7  | 0.8   | 0.5   | 0.5   | 0.3   | 0.9  | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.4   |
| 輸出           | ▲ 13.1 | 10.9  | 7.7   | 4.8   | 13.4  | 10.5 | 8.1   | 4.5   | 4.4   | 5.9   |
| 輸入           | ▲ 11.7 | 9.0   | 6.6   | 4.0   | 13.1  | 8.4  | 7.3   | 3.6   | 3.4   | 5.4   |
| 在庫・誤差脱漏(寄与度) | ▲ 0.9  | 0.5   | 0.3   | ▲ 0.1 | 0.9   | 0.1  | 0.4   | 0.2   | ▲ 0.2 | 0.0   |
| 内需           | ▲ 3.4  | 0.9   | 1.4   | 0.9   | 1.8   | 1.1  | 1.9   | 0.6   | 0.6   | 1.2   |
| 消費者物価        | 0.3    | 1.6   | 2.8   | 2.1   | 1.4   | 1.9  | 2.7   | 3.0   | 2.3   | 1.9   |
| コア・インフレ率     | 1.4    | 1.0   | 1.4   | 1.5   | 0.9   | 1.1  | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.5   |

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。期中成長率は各年第4四半期の前年比(半期は前年同期比)。成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

### (3) アジア経済

アジア経済は、拡大基調が続いている

中国経済は、内需主導で高成長持続

インフレへの警戒感から中国では利上げが続き、人民元も小幅に高め誘導

投資がけん引する形で、中国では+9%台の経済成長が続く見通し

これまでに発表されている2011年1~3月期の実質GDP成長率をみると、アジアの景気は、総じて順調に拡大している。一方、インフレへの警戒感から、金融政策は引き締め方向の国が多く、一部の国において、その影響から投資が減速している。

2011年1~3月期における中国の実質GDP成長率は、前年比+9.7%と、2010年10~12月期の+9.8%とほぼ変わらない高水準であった。今回から発表されるようになった前期比は、+2.1%（年率換算で+8%台後半）であった。

需要項目別にみると、まず、消費支出の寄与度の高さが目立つ（図表15）。小売売上高から判断すると、個人消費の伸び率は横這い圏内であったことから、主に政府消費の拡大を反映していると推測される。投資の寄与度も拡大した。一般機械など幅広い分野で固定資産投資が加速したほか、在庫投資も拡大したとみられる。外需寄与度はマイナスとなった。輸出数量の減速ペースが、輸入数量の減速ペースを上回ったためである。

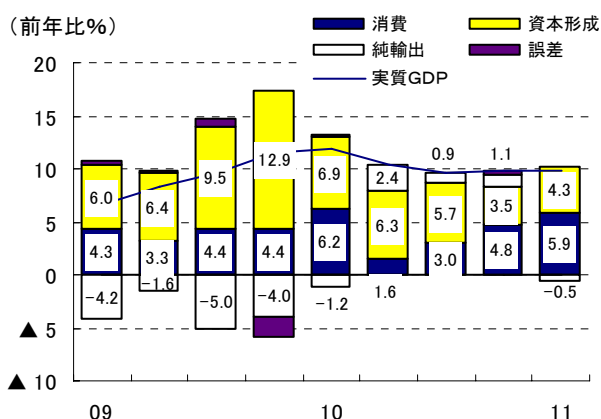
中国の消費者物価上昇率（前年比）は、5%前後での推移が続いており、2011年の政府目標である+4%を上回っている。このため、中国人民銀行は、2011年4月に、2月に続き0.25%Ptの利上げを実施した（図表16）。2011年7~9月期に、CPI上昇率のピーク越えを確認するまで、引き締め気味の金融政策が続くとみられる。

インフレ抑制などを目的に、人民元の対ドル為替レートは、緩やかなペースで高めに誘導されている。中国政府は、今後についても、輸出に大きな悪影響を及ぼさないよう配慮しつつ、人民元の緩やかな上昇を容認する見通しである。

2011年の景気を展望すると、まず投資は、指導部交代が見込まれる2012年の共産党大会に向け、戦略的新興産業関連を中心に伸びは加速する見通しである。輸出は、海外経済の減速により、2010年ほどの高い伸びは見込めないものの、2011年についても+20%程度の伸びは維持するであろう。消費は、賃金上昇に支えられ底堅く推移するものの、一部の消費刺激策の効果がはく落するため、若干減速する見込みである。実質GDP成長率は、小幅に減速しつつも高水準を維持しよう。

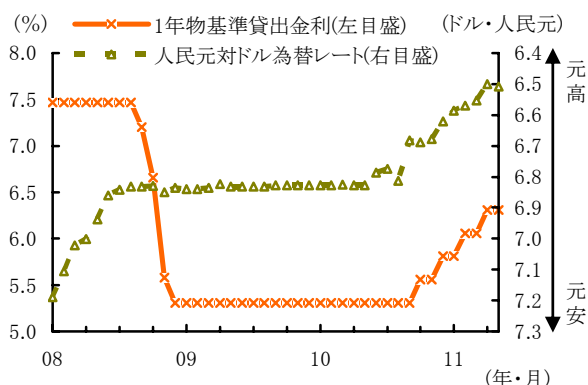
2012年については、引き続きインフラ投資が拡大することに加え、賃金上昇を背景に個人消費の伸び率も加速するであろう。輸出は若干減速するとみられるが、内需がけん引し、実質GDP成長率は小幅に加速する見通しである。

図表 15 中国の実質GDP成長率寄与度分解



（資料）国家統計局、CEIC、みずほ総合研究所

図表 16 中国の政策金利とドル・人民元為替レート



（資料）中国人民銀行、中国外貨取引センターのデータによりみずほ総合研究所作成。

NIEs・ASEANでは、投資は振るわない国がみられたものの、消費が景気を下支え

輸出主導の経済成長が続く見通し

アジア経済への東日本大震災の影響は限定的

インド経済は減速が続く見通し

全体としてみれば、アジア景気は堅調な拡大が続く見通し

2011年1～3月期におけるNIEs・ASEAN経済の動向をみると、台湾、香港、シンガポールが前期比年率換算で二桁の高い経済成長を記録するなど、NIEs経済は総じて好調であった。ASEANでは、NIEsほどの高成長には至らなかったが、おおむね堅調な景気拡大が続いた。

NIEs・ASEANとも、中国向けを中心に、輸出は順調に拡大した。個人消費は、やや伸びが鈍化する国も見られるが、多くの国において増加基調で推移した。一方、総固定資本形成は、2010年後半の輸出停滞や、緊縮的財政・金融政策などを背景に、伸び悩む国もみられた。

2011年のNIEs・ASEAN経済を展望すると、主要輸出先の米国や中国の景気拡大を背景に、輸出主導の経済成長が続く見通しである。個人消費や設備投資も、2011年中盤から、緩やかに加速する見通しである。インフレ懸念から(図表17)、財政・金融政策はしばらく緊縮的なものとなるだろうが、農業生産の回復による食品価格の安定が見込まれることなどから、景気腰折れにつながるほどの引き締めには至らないだろう。

2012年も、引き続き輸出主導で総じて堅調な景気拡大が見込まれる。ただし、韓国、香港などでは、足元で失業率が低下しており、労働需給が徐々にタイトになってくることから、景気は減速する方向である。

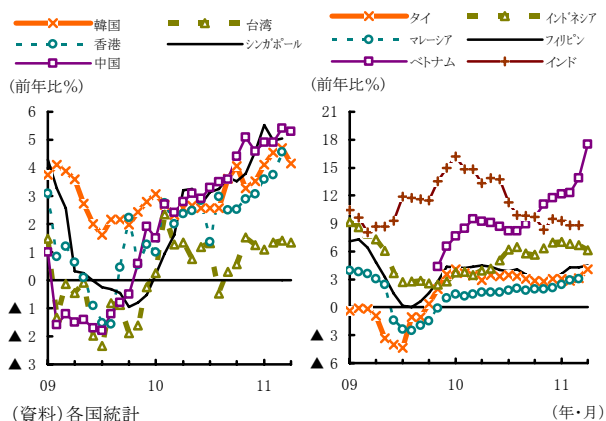
なお、東日本大震災の影響で日本からの部材供給が滞っていることから、足元では中国、台湾、タイなどを中心に、幅広い国で自動車生産などに悪影響が及んでいる。ただし、2011年後半には、供給の回復が大きく進展する見通しで、2011年の通年では、実質GDPの押し下げ効果は限定的とみている。

インドは、インフレ圧力の高まりから断続的に利上げしている。資本財生産の動きから判断すると、投資の伸びが大きく鈍化している模様である。

インフレ圧力は、2011年に入っても当面続く見通しであることなどから、緊縮的な金融政策は長引く見通しで、その影響は2012年前半まで続く可能性が高い。このため、実質GDP成長率は、2011・2012年とも低下する見通しである。

以上の点を踏まえ、2011年の実質GDP成長率は、中国が+9.5%(前回+9.6%)、NIEsが+4.5%(前回+4.3%)、ASEAN5が+5.2%(前回と同じ)、インドが+7.9%(前回と同じ)、2012年は、中国が+9.7%(前回+9.9%)、NIEsが+4.1%(前回と同じ)、ASEAN5が+5.4%(前回と同じ)、インドが+7.7%(前回と同じ)と予測した(図表18)。

図表 17 総合消費者物価指数上昇率



図表 18 アジア経済見通し

(単位: %)

|        | 2009年 | 2010年 | 2011年 |     | 2012年 |     |
|--------|-------|-------|-------|-----|-------|-----|
|        |       |       | 前回    | 前回  | 前回    | 前回  |
| アジア    | 6.1   | 9.2   | 7.9   | 7.9 | 7.9   | 8.0 |
| 中国     | 9.2   | 10.3  | 9.5   | 9.6 | 9.7   | 9.9 |
| NIEs   | -0.8  | 8.4   | 4.7   | 4.3 | 4.2   | 4.1 |
| 韓国     | 0.3   | 6.2   | 4.3   | 4.3 | 4.1   | 4.1 |
| 台湾     | -1.9  | 10.9  | 4.9   | 4.5 | 4.5   | 4.2 |
| 香港     | -2.7  | 7.0   | 5.9   | 4.8 | 3.5   | 3.5 |
| シンガポール | -0.8  | 14.5  | 4.6   | 3.5 | 5.1   | 4.0 |
| ASEAN5 | 1.6   | 6.9   | 5.2   | 5.2 | 5.4   | 5.4 |
| インドネシア | 4.6   | 6.1   | 6.1   | 5.9 | 6.3   | 6.3 |
| タイ     | -2.3  | 7.8   | 4.0   | 4.2 | 4.1   | 4.0 |
| マレーシア  | -1.7  | 7.2   | 4.7   | 4.7 | 4.5   | 4.5 |
| フィリピン  | 1.1   | 7.3   | 4.9   | 4.9 | 5.3   | 5.3 |
| ベトナム   | 5.3   | 6.8   | 5.7   | 6.0 | 6.0   | 6.3 |
| インド    | 7.0   | 8.8   | 7.9   | 7.9 | 7.7   | 7.7 |

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。  
 2. 平均値はIMFによる2010年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。  
 3. 前回欄は『みずほアジア・オセアニア経済情報』(11年3月9日)での予測値。  
 (資料) 各国統計、みずほ総合研究所

### Ⅲ. 日本経済

#### (1) 景気の現状

東日本大震災の影響で、2  
四半期連続マイナス成長

2011年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.9%（年率▲3.7%）と2四半期連続のマイナス成長となった（図表 19）。東日本大震災が発生した3月11日以降、個人消費・設備投資・在庫投資・輸出が急激に落ち込み、成長率を大きく押し下げた。

需要項目別にみると、個人消費は震災後に不要不急の支出を控える動きが強まったことや首都圏の計画停電の影響により前期比▲0.6%と昨年10～12月期（同▲1.0%）に続いて減少した。住宅投資は震災前の着工が堅調だったことから同+0.7%と増加を維持した。設備投資は震災後に資本財の供給が減少したことを主因に同▲0.9%とマイナスに転じた。生産活動が広範にストップしたことから、民間在庫投資は大幅に減少し、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.5%Ptとなった。住宅投資以外の項目がすべてマイナスとなったことから、国内民間需要の寄与度は▲0.9%Ptとなった。公共投資は前期比▲1.3%と減少が続いたものの、避難所の設置費用などによって政府消費が同+1.0%の高い伸びとなったため、公的需要の寄与度は+0.1%Ptとなった。その結果、国内需要の成長率に対する寄与度は▲0.8%Ptとなっている。輸出は震災後に急減したが、3月上旬まで堅調だった貯金もあり、微増（前期比+0.7%）を保った。それでも輸入の伸び（同+2.0%）を下回ったため、外需寄与度は▲0.2%Ptと3四半期連続でマイナス寄与となった。

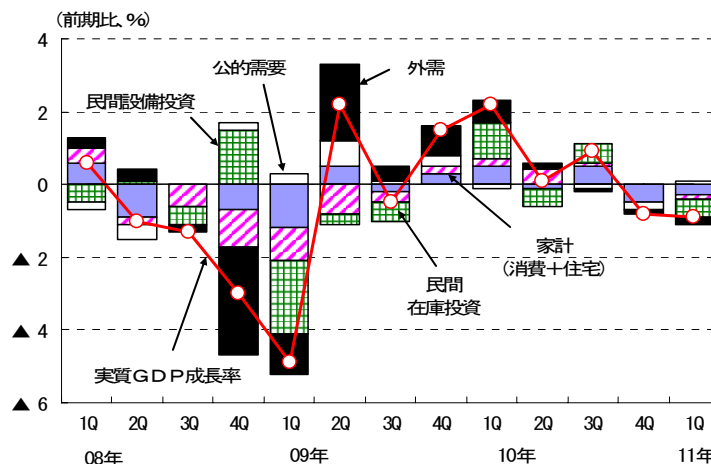
デフレーターのマイナス幅  
は拡大

GDPデフレーターは前年比▲1.9%と前期の同▲1.6%からマイナス幅が拡大した。国内需要デフレーターは同▲1.0%と10～12月期と同じ低下幅だったが、資源価格上昇などによって輸入デフレーターの伸びが高まった（同+1.7%⇒同+4.0%）ことが、GDPデフレーターの押し下げ要因となった。

2010年度は+2.3%成長

2010年度の実質GDPは、前年比+2.3%となった。2011年1～3月期の落ち込みが大きかったことに加え、昨年10～12月期の成長率が前期比年率▲3.0%（改訂前：同▲1.3%）に下方修正されたため、2011年度への成長率のゲタは▲0.7%と大幅なマイナスになっている。

図表 19 GDP成長率の四半期推移



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

## (2) 2011・12 年度の見通し

供給制約の影響で4～6月期はマイナス成長が続く見通し

震災直後は多くの企業が操業を停止し、3月末は首都圏の計画停電による混乱もあって、生産水準が大きく落ち込んだ。3月の鉱工業生産は前月比▲15.5%と単月では過去最大の減少幅を記録した。鉱工業生産の水準は3月が底となり4月以降は上昇する見通しだが、自動車メーカーを中心に製造業のサプライチェーン回復が遅れる中、生産活動が震災前の水準を取り戻すには時間を要しそうな情勢となっている。特に、4～6月期は自動車メーカーの生産稼働率が5～6割にとどまり、供給不足が輸出と個人消費を押し下げるとみられる。自動車は個人消費の2%程度、輸出の10%強を占めている。個人消費については、衣料品などは4月に入って持ち直している模様だが、自動車の在庫不足の影響もあって4～6月期も前期比▲0.3%と減少が続くとみられる。また、1～3月期は微増を保った輸出については、自動車や電子部品等の在庫枯渇に伴って大幅減(同▲8.3%)となり、外需寄与度のマイナス幅が拡大することが予想される。4～6月期の実質GDPは前期比▲0.5%(同年率▲1.8%)と3四半期連続のマイナス成長が見込まれる。

7～9月期以降は高成長に

部品の供給制約などから経済活動の水準が急激に落ち込んだ反動に復興事業の執行も加わり、7～9月期以降は高成長が予想される。

自動車の減産で2011年度実質GDPは0.3～0.6%Pt下振れ

サプライチェーンの修復に伴って輸出は4月を底に緩やかに持ち直し、四半期ベースでは7～9月期から増加に転じよう。ただし、大半の業種は6月頃までに通常の供給能力を取り戻せる模様だが、自動車メーカーがフル操業に戻る時期は10～12月期にずれ込むとみられている。そのため、夏場の時点で生産や輸出が震災前の水準を取り戻すまでには至らない。なお、みずほ総合研究所の試算では、自動車の生産が正常化する時期を10月(メインシナリオ)、12月(慎重シナリオ)と仮定した場合、2011年度の鉱工業生産はそれぞれ1.4%Pt、2.6%Pt押し下げられる。その際の実質GDP押し下げ幅はメインシナリオで0.3%Pt、慎重シナリオで0.6%Ptと試算している(図表20)。

図表 20 自動車減産の鉱工業生産・GDPへの影響

(ベースライン比、%)

|        | 鉱工業生産   |        | GDP     |        |      |      |      |      |
|--------|---------|--------|---------|--------|------|------|------|------|
|        | メインシナリオ | 慎重シナリオ | メインシナリオ | 慎重シナリオ | 個人消費 |      | 輸出   |      |
|        |         |        |         |        | メイン  | 慎重   | メイン  | 慎重   |
| 2011Q2 | ▲5.0    | ▲5.4   | ▲1.2    | ▲1.2   | ▲0.7 | ▲0.8 | ▲4.8 | ▲4.9 |
| 2011Q3 | ▲2.6    | ▲4.2   | ▲0.6    | ▲1.0   | ▲0.4 | ▲0.6 | ▲2.5 | ▲3.9 |
| 2011Q4 | 0.1     | ▲1.8   | 0.0     | ▲0.4   | 0.0  | ▲0.3 | 0.1  | ▲1.7 |
| 2012Q1 | 1.7     | 0.7    | 0.4     | 0.2    | 0.3  | 0.1  | 1.6  | 0.7  |
| 11年度上期 | ▲3.8    | ▲4.8   | ▲0.9    | ▲1.1   | ▲0.6 | ▲0.7 | ▲3.6 | ▲4.4 |
| 11年度下期 | 0.9     | ▲0.5   | 0.2     | ▲0.1   | 0.1  | ▲0.1 | 0.9  | ▲0.5 |
| 2011年度 | ▲1.4    | ▲2.6   | ▲0.3    | ▲0.6   | ▲0.2 | ▲0.4 | ▲1.4 | ▲2.4 |

(注) ベースラインでは、2011年度中の自動車生産が月間1%ずつ増産されていくパターンを想定。その上で、生産の正常化時期をメインシナリオでは10月、慎重シナリオでは12月と仮定  
GDPへの影響は、個人消費・輸出のみ考慮。自動車輸出と国内販売が生産とパラレルに推移すると仮定して影響を算出

(資料) みずほ総合研究所試算

夏場の電力制約は2～4%程度全国ベースの生産を押し下げる可能性

さらに、夏場は電力の制約が鉱工業生産の回復を妨げる懸念もある。東京電力の発表によると、震災直後に3,000万kW台まで落ち込んでいた電力供給力は、被災した火力発電所の復旧、ガスタービン発電の新設、揚水発電などによって7月末時点



で5,380万kW、8月末時点で5,480万kWまで回復する見込みとなっている(図表 21)。それでも、昨年同月の最大電力(7月が5,999万kW、8月が5,888万kW)と比較すると、7月は10.3%、8月は6.9%の電力不足が生じる計算となる。経済活動への影響が大きい計画停電を避けるため、企業や業界単位でサマータイムや輪番操業・夜間操業などが検討され、生産・営業活動への影響を小さくする努力が続いている。節電策の成否は企業側の取り組みが成功するかどうかに加えて、夏場の気温などにも左右されるため、経済活動への影響度を予測するのは難しい。仮に、東京電力管内に加えて東北電力管内の生産活動が5~10%押し下げられた場合、全国の鉱工業生産は2~4%程度減少すると試算される(図表 22)。

図表 21 夏場の電力需給(東京電力管内)

| (単位:万kW)       | 7月      | 8月      |
|----------------|---------|---------|
| 合計             | 5,380   | 5,480   |
| (3月末からの増分)     | (1,730) | (1,830) |
| 震災停止・定期点検からの復帰 | 1,390   | 1,610   |
| ガスタービン等の設置     | 80      | 150     |
| 揚水発電           | 650     | 650     |
| その他            | ▲390    | ▲580    |
| (参考) 昨年最大の需要   | 5,999   | 5,888   |
| 不足率            | ▲10.3   | ▲6.9    |

(注)5月13日時点の見直し。

「その他」は、既設火力の夏季出力減少等▲260万kW、余剰自家発電の購入等東北電力への融通▲140万kW、中部電力からの応援融通減、余剰自家発電の購入増など。

8月は柏崎刈羽原発1・7号機の点検停止で▲190万kW。

(資料) 東京電力資料等より、みずほ総合研究所作成

図表 22 関東・東北地方の減産の影響

|        |     | 東北の減産幅 |     |     |     |
|--------|-----|--------|-----|-----|-----|
|        |     | 1%     | 5%  | 10% | 15% |
| 関東の減産幅 | 1%  | 0.4    | 0.6 | 0.9 | 1.2 |
|        | 5%  | 1.8    | 2.0 | 2.3 | 2.6 |
|        | 10% | 3.5    | 3.8 | 4.1 | 4.3 |
|        | 15% | 5.3    | 5.5 | 5.8 | 6.1 |

(注) 関東・東北地方での減産による全国の鉱工業生産押し下げ幅  
(資料) みずほ総合研究所試算

### 復興需要が7~9月期以降の成長率を押し上げ

5月2日に震災からの当座の復旧経費約4兆円(うち公共事業1.6兆円)を盛り込んだ第1次補正予算が成立した。すでに1~3月期から避難所の設置やがれき除去に要する費用の増加で政府消費は増加し始めている。7~9月期からは補正予算の執行により、公共投資の伸びが高まり、成長率を押し上げると予想される。

今回の見直しでは、2012年度以降分を含めた復興関連予算(国費ベース)の総額を15.6兆円(うち公共事業10.8兆円)と見込み、2011年度中に第2次以降の補正で3.4兆円(うち公共事業2.2兆円)が追加され、2012年度に5.2兆円(うち公共事業4.5兆円)が計上されると想定した(次ページ図表 23)。財源については2011年度後半から子ども手当が凍結される(児童手当が復活する)ことを前提としている(次ページ図表 24)。2012年度は所得税や消費税の増税は行われず、主に子ども手当の凍結分や予備費・剰余金の活用で財源を賄い、不足分は国債増発で対応すると仮定した。国債の増発額は2011年度に2.4兆円、2012年度に2.1兆円と想定している。

### 2011年度の成長率は+0.6%

7~9月期は自動車生産の回復の遅れや節電という足かせはあるものの、大半の業種が震災前の供給能力を取り戻す中で輸出の反動増が見込まれることや、復興需要により公共投資の伸びが高まることなどから、前期比+1.3%(同年率+5.4%)の高成長を予測している。10~12月期には自動車生産が正常化するとともに、電力制約が解消する中で輸出の高い伸びが続くとみられる。供給制約の解消とともに自動車販売が増加し、個人消費の伸びも高まると予想される。設備投資は資材不足の解消とともに4~6月期から増加基調に復し、被災設備の復旧などの投資も見込まれる7~9月期、10~12月期は前期比+2%程度の高い伸びになると予測している。2012年1~3月期も個人消費の持ち直しや公的需要の拡大に支えられて、前期比+0.7%(同年

率+2.8%)と高めの成長が続くとみられる。その結果、2011年度の実質GDP成長率は+0.6%になる見通しである。

なお、震災直後の見通し(4/5時点)では、2011年度の成長率を+1.3%と予測していた。今回の下方修正は、自動車を中心とした供給制約の影響が当初の見込みより大きいことが明らかとなったため、4~6月期の成長率を輸出・個人消費を中心にマイナスに修正したことが主な理由である。

図表 23 復興関連予算の想定

|             | 2011年度 |      | 2012年度 | 2013年度<br>以降 | 総額  |      |
|-------------|--------|------|--------|--------------|-----|------|
|             | 1次補正   | 2次以降 |        |              |     |      |
| 公共事業        | 3.8    | 1.6  | 2.2    | 4.5          | 2.5 | 10.8 |
| 浸水地買い上げ費用   | 0.0    | —    | 0.0    | 0.5          | 0.5 | 1.0  |
| 浸水地買い上げ以外   | 3.8    | 1.6  | 2.2    | 4.0          | 2.0 | 9.8  |
| がれき処理       | 0.6    | 0.4  | 0.2    | 0.0          | 0.0 | 0.6  |
| 仮設住宅        | 0.6    | 0.4  | 0.2    | 0.0          | 0.0 | 0.6  |
| 災害弔慰金等      | 0.2    | 0.1  | 0.1    | 0.1          | 0.1 | 0.4  |
| 災害関連融資経費    | 0.8    | 0.6  | 0.2    | 0.1          | 0.1 | 1.0  |
| 農林水産業・雇用対策等 | 0.6    | 0.3  | 0.3    | 0.5          | 0.3 | 1.4  |
| 医療負担減免等     | 0.2    | 0.1  | 0.1    | 0.0          | 0.0 | 0.2  |
| その他         | 0.7    | 0.6  | 0.1    | 0.0          | 0.0 | 0.7  |
| 合計          | 7.4    | 4.0  | 3.4    | 5.2          | 3.0 | 15.6 |

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

図表 24 復興関連費用の財源の想定

|                        | 2011年度 |      | 2012年度 |     |
|------------------------|--------|------|--------|-----|
|                        | 1次補正   | 2次以降 |        |     |
| 1次補正で活用した財源            |        |      |        |     |
| 「埋蔵金」の転用(基礎年金国庫負担の減額)  | 2.5    | 2.5  | 0.0    | 0.0 |
| 経済予備費の活用               | 0.8    | 0.8  | 0.0    | 0.8 |
| 子ども手当の凍結               | 1.0    | 0.2  | 0.8    | 1.8 |
| 高速道路無料化実験凍結            | 0.1    | 0.1  | 0.0    | 0.1 |
| 政府開発援助等の減額・周辺地域整備資金の活用 | 0.1    | 0.1  | 0.0    | 0.0 |
| 高速道路新料金凍結              | 0.3    | 0.3  | 0.0    | 0.0 |
| 2次補正以降の財源候補            |        |      |        |     |
| 前年度一般会計剰余金             | 0.9    | 0.0  | 0.9    | 0.4 |
| 公務員人件費の削減              | 0.3    | 0.0  | 0.3    | 0.3 |
| 他の公共事業からの振替            | 0.3    | 0.0  | 0.3    | 0.3 |
| 法人税率引下げ見送り             | 0.4    | 0.0  | 0.4    | 0.6 |
| 合計額                    | 6.3    | 4.0  | 2.3    | 3.7 |
| 必要額                    | 7.4    | 4.0  | 3.4    | 5.2 |
| 震災による税収下振れ額            | 1.3    | 0.0  | 1.3    | 0.6 |
| 不足額(国債発行)              | 2.4    | 0.0  | 2.4    | 2.1 |

(資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成

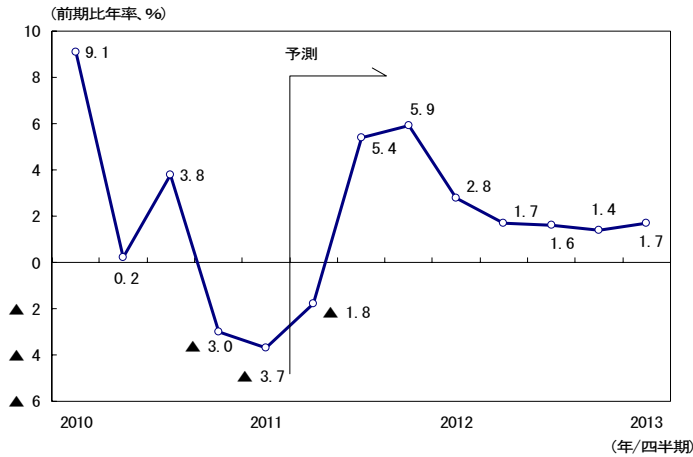
2012年度の成長率は+2.6%

消費税・所得税の増税があれば2012年度の個人消費は下振れ

2012年度に入ると、震災による下振れからの反動増局面が終了し、成長ペースは震災前の巡航速度である年率+1~+2%程度に落ち着いてくるとみられる(図表25)。復興需要によって公的需要は高水準が続くものの、伸びは鈍化し、成長率への寄与度は小さくなっていくだろう。一方で、雇用・所得の回復を背景に個人消費の伸びが高まるほか、企業業績の改善に伴って設備投資の拡大が続くことから、国内民間需要が景気拡大を牽引するとみられる。2011年度後半の高成長で2012年度への成長率のゲタが高い(+1.7%と予測)こともあり、2012年度の実質GDP成長率は+2.6%(4/5時点見通し+2.2%)に高まる見通しである。

以上のような見通しに対しては、サプライチェーンの回復時期、復興需要の規模と顕在化時期、電力制約の動向などさまざまな不確実性がある。なかでも、2012年度の見通しについては、復興費用の財源をどう確保するかによって大きく違いが生じることに注意する必要がある。今回の見通しでは、子ども手当凍結以外に大きな家計負担が生じないことを前提としているが、復興財源確保のために増税すべきとの意見も根強い。家計負担を伴う所得税や消費税の増税で対応すれば、個人消費や住宅投資を下振れさせる。例えば、消費税率を1%引き上げた場合、約2.3兆円の税収増が見込まれるが、物価上昇による実質所得の目減りが2012年度の個人消費のベースを低下させる。さらに2011年度後半に駆け込み需要、2012年度にはその反動が生じるため、2011年度の個人消費の伸びが高まり、2012年度の個人消費が落ち込むであろう。一方、消費税率1%分と同程度の税収増を所得税増税で達成しようとする、付加税が18%程度(税率に引きなおすと、所得税率10%の階層で+1.8%)必要となる(図表26)。所得税増税の場合、家計の可処分所得減を通じて2012年度の個人消費を押し下げることになる。

図表 25 実質GDP成長率の四半期推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

図表 26 財源確保に必要な増税幅

| 増税額   | 消費税率<br>引き上げ幅 | 所得税の<br>増税幅 |
|-------|---------------|-------------|
| 2.3兆円 | +1%           | 付加税18%      |
| 4.7兆円 | +2%           | 付加税37%      |
| 7.0兆円 | +3%           | 付加税55%      |

(資料)内閣府「国民経済計算確報」より

みずほ総合研究所試算

図表 27 日本経済見通し総括表

|           |            | FY2009 FY2010 FY2011 FY2012 |       |      |      | 2010 |      |      |      | 2011 |      |      |      | 2012 |      |      |      | 2013 |      |
|-----------|------------|-----------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|           |            | Q1                          | Q2    | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   |      |
| 実質GDP     | 前期比、%      | ▲2.4                        | 2.3   | 0.6  | 2.6  | 2.2  | 0.1  | 0.9  | ▲0.8 | ▲0.9 | ▲0.5 | 1.3  | 1.4  | 0.7  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.4  | 0.4  |
|           | 前期比年率、%    | —                           | —     | —    | —    | 9.1  | 0.2  | 3.8  | ▲3.0 | ▲3.7 | ▲1.8 | 5.4  | 5.9  | 2.8  | 1.7  | 1.6  | 1.4  | 1.4  | 1.7  |
| 内需        | 前期比、%      | ▲2.7                        | 1.5   | 0.9  | 2.1  | 1.7  | ▲0.2 | 1.1  | ▲0.7 | ▲0.8 | 0.2  | 0.9  | 1.0  | 0.7  | 0.3  | 0.5  | 0.3  | 0.3  | 0.3  |
| 民需        | 前期比、%      | ▲5.0                        | 1.9   | 0.6  | 2.6  | 2.4  | ▲0.3 | 1.6  | ▲0.7 | ▲1.2 | 0.1  | 0.8  | 1.2  | 0.8  | 0.3  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.6  |
| 個人消費      | 前期比、%      | ▲0.0                        | 0.8   | ▲0.4 | 1.2  | 0.9  | ▲0.2 | 0.8  | ▲1.0 | ▲0.6 | ▲0.3 | 0.3  | 0.5  | 0.6  | ▲0.1 | 0.2  | 0.2  | 0.2  | 0.6  |
| 住宅投資      | 前期比、%      | ▲18.2                       | ▲0.2  | 2.4  | 4.9  | 1.4  | ▲0.6 | 1.9  | 3.2  | 0.7  | ▲0.8 | 0.2  | 1.6  | ▲1.1 | 2.0  | 2.2  | 1.8  | 0.9  | 0.9  |
| 設備投資      | 前期比、%      | ▲13.6                       | 4.5   | 3.5  | 4.7  | 1.4  | 2.7  | 1.1  | 0.1  | ▲0.9 | 1.0  | 2.1  | 1.8  | 0.8  | 1.0  | 1.5  | 0.6  | 1.0  | 1.0  |
| 在庫投資      | 前期比寄与度、%Pt | ▲1.1                        | 0.4   | 0.2  | 0.4  | 1.0  | ▲0.5 | 0.5  | ▲0.0 | ▲0.5 | 0.2  | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | ▲0.1 | ▲0.1 |
| 公需        | 前期比、%      | 5.2                         | 0.1   | 1.7  | 0.5  | ▲0.4 | 0.2  | ▲0.3 | ▲0.6 | 0.6  | 0.4  | 1.1  | 0.4  | 0.2  | 0.3  | ▲0.2 | ▲0.3 | ▲0.5 | ▲0.5 |
| 政府消費      | 前期比、%      | 3.5                         | 2.3   | 1.9  | 0.5  | ▲0.4 | 1.2  | 0.3  | 0.4  | 1.0  | 0.4  | 0.5  | 0.3  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| 公共投資      | 前期比、%      | 14.2                        | ▲10.0 | 1.2  | 0.1  | ▲0.7 | ▲4.5 | ▲2.5 | ▲6.0 | ▲1.3 | 0.7  | 4.8  | 1.0  | 1.0  | 1.6  | ▲1.4 | ▲2.3 | ▲3.9 | ▲3.9 |
| 外需        | 前期比寄与度、%Pt | 0.3                         | 0.9   | ▲0.2 | 0.2  | 0.6  | 0.2  | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 | ▲0.4 | 0.4  | 0.3  | ▲0.1 | 0.1  | ▲0.1 | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| 輸出        | 前期比、%      | ▲9.6                        | 17.0  | ▲0.1 | 9.5  | 6.7  | 5.2  | 1.6  | ▲0.8 | 0.7  | ▲8.3 | 5.5  | 6.5  | 2.7  | 1.6  | 0.2  | 1.3  | 1.6  | 1.6  |
| 輸入        | 前期比、%      | ▲11.0                       | 10.9  | 1.2  | 8.0  | 2.9  | 4.1  | 2.9  | ▲0.3 | 2.0  | ▲6.0 | 2.9  | 4.7  | 3.4  | 0.9  | 0.6  | 1.2  | 1.3  | 1.3  |
| 名目GDP     | 前期比、%      | ▲3.7                        | 0.4   | ▲0.9 | 1.4  | 2.2  | ▲1.0 | 0.6  | ▲1.1 | ▲1.3 | ▲1.1 | 1.0  | 1.2  | 0.5  | ▲1.0 | 1.1  | 0.4  | 0.9  | 0.9  |
| GDPデフレーター | 前年比、%      | ▲1.3                        | ▲1.9  | ▲1.5 | ▲1.1 | ▲2.8 | ▲2.0 | ▲2.1 | ▲1.6 | ▲1.9 | ▲1.5 | ▲1.7 | ▲1.6 | ▲1.1 | ▲2.3 | ▲1.1 | ▲1.0 | ▲0.2 | ▲0.2 |
| 内需デフレーター  | 前年比、%      | ▲2.2                        | ▲1.1  | ▲0.5 | ▲0.2 | ▲1.4 | ▲0.9 | ▲1.4 | ▲1.0 | ▲1.0 | ▲0.6 | ▲0.6 | ▲0.5 | ▲0.1 | ▲0.5 | ▲0.2 | ▲0.2 | 0.0  | 0.0  |

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

|             |         | FY2009 FY2010 FY2011 FY2012 |       |        |        | 2010   |        |       |       | 2011   |        |        |        | 2012   |        |        |        | 2013   |        |
|-------------|---------|-----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             |         | Q1                          | Q2    | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3    | Q4    | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     |        |
| 鉱工業生産       | 前期比、%   | ▲8.8                        | ▲8.9  | 1.2    | 9.0    | 7.4    | 0.7    | ▲1.0  | ▲0.1  | ▲2.0   | ▲5.0   | 5.2    | 6.7    | 3.5    | 0.6    | 0.2    | 1.2    | 1.3    | 1.3    |
| 経常利益        | 前年比、%   | 2.1                         | 32.4  | ▲4.1   | 15.7   | 163.8  | 83.4   | 54.1  | 27.3  | ▲9.3   | ▲22.4  | 2.4    | 2.1    | 4.8    | 13.1   | 26.4   | 15.7   | 7.3    | 7.3    |
| 名目雇用者報酬     | 前年比     | ▲3.6                        | 0.9   | ▲0.2   | 0.8    | ▲0.2   | 1.2    | 1.2   | 0.8   | 0.3    | ▲0.3   | ▲0.5   | ▲0.1   | 0.3    | 0.7    | 1.0    | 1.0    | 0.5    | 0.5    |
| 完全失業率       | %       | 5.2                         | 5.0   | 4.8    | 4.5    | 5.1    | 5.1    | 5.0   | 5.0   | 4.7    | 4.8    | 4.9    | 4.9    | 4.6    | 4.7    | 4.6    | 4.5    | 4.3    | 4.3    |
| 新設住宅着工戸数    | 年率換算、万戸 | 77.5                        | 81.9  | 83.0   | 90.0   | 81.6   | 77.6   | 81.5  | 84.3  | 84.2   | 81.1   | 82.3   | 84.4   | 84.3   | 85.5   | 86.5   | 87.3   | 87.9   | 87.9   |
| 経常収支        | 年率換算、兆円 | 15.8                        | 15.9  | 10.6   | 9.7    | 18.1   | 15.6   | 17.6  | 17.3  | 12.2   | 8.0    | 11.5   | 13.2   | 9.0    | 6.1    | 11.5   | 11.4   | 8.4    | 8.4    |
| 国内企業物価      | 前年比、%   | ▲5.2                        | 0.7   | 2.6    | 1.3    | ▲1.7   | 0.2    | ▲0.1  | 1.0   | 1.7    | 2.2    | 3.0    | 2.9    | 2.3    | 1.7    | 1.5    | 1.1    | 0.8    | 0.8    |
| 消費者物価       | 前年比、%   | ▲1.6                        | ▲0.8  | 0.6    | 0.7    | ▲1.2   | ▲1.2   | ▲1.1  | ▲0.5  | ▲0.2   | 0.4    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| 無担保コール翌日物金利 | %       | 0.08                        | 0.06  | 0~0.10 | 0~0.10 | 0.08   | 0.10   | 0.11  | 0.08  | 0.06   | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 | 0~0.10 |
| 新発10年国債利回り  | %       | 1.35                        | 1.13  | 1.23   | 1.46   | 1.34   | 1.21   | 0.99  | 1.07  | 1.24   | 1.19   | 1.20   | 1.25   | 1.30   | 1.35   | 1.45   | 1.50   | 1.55   | 1.55   |
| 日経平均株価      | 円       | 9,974                       | 9,961 | 10,200 | 11,000 | 10,503 | 10,343 | 9,357 | 9,836 | 10,308 | 9,700  | 10,000 | 10,300 | 10,600 | 10,600 | 10,800 | 11,100 | 11,400 | 11,400 |
| 対ドル為替相場     | 円/ドル    | 93.0                        | 86.0  | 84.0   | 89.0   | 90.7   | 92.0   | 85.9  | 82.6  | 82.3   | 83.0   | 83.0   | 85.0   | 86.0   | 87.0   | 88.0   | 90.0   | 92.0   | 92.0   |
| WTI原油先物最期近物 | ドル/バレル  | 71.0                        | 84.0  | 114.0  | 126.0  | 78.9   | 78.1   | 76.2  | 85.2  | 94.6   | 104.0  | 110.0  | 117.0  | 125.0  | 128.0  | 126.0  | 125.0  | 126.0  | 126.0  |

(注1)実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

(注2)経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース

(注3)消費者物価は生鮮食品を除くベース

(注4)完全失業率、新設住宅着工戸数、経常収支の四半期は季節調整値ベース

(注5)金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、その他は期中平均値

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、

国土交通省「建築省工統計調査報告」、日本銀行「国際収支」、「企業物価指数」、「金融経済統計月報」、「外国為替相場」、

日本相互証券「主要レート推移」、日本経済新聞、Bloomberg、よりみずほ総合研究所作成

震災の物価への影響は限定的

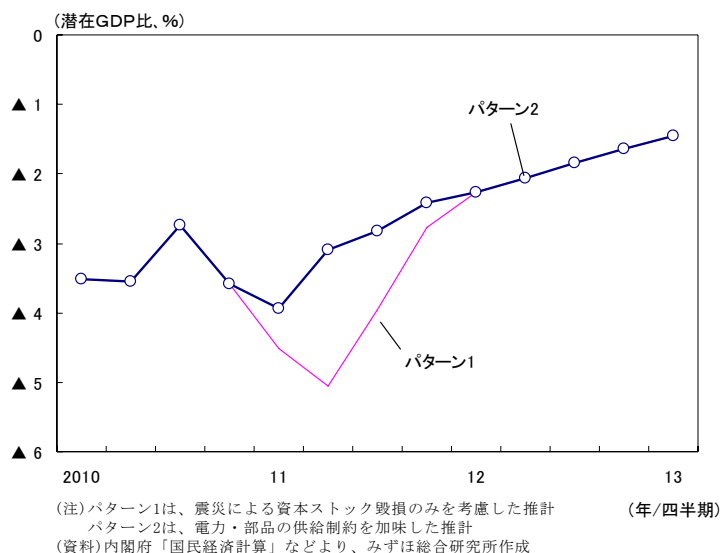
みずほ総合研究所では従来、物価予測の参考とするためにGDPギャップを試算してきた。しかし、東日本大震災によって被災地域の資本ストックが毀損したことに加え、電力や部品供給の制約によって短期的に潜在的な供給力が大きく落ち込んでおり、これまでの方法(労働力と民間資本ストックを生産要素とする生産関数から潜在GDPを推計する方法)ではGDPギャップの算出が困難になっている。

そこで、今回はこうした供給制約を加味したGDPギャップの算出を試みた(試算方法は次ページを参照)。資本ストック毀損による潜在GDPの低下のみを考慮したパターン1では2011年1～3月期時点のGDPギャップは潜在GDP比▲4.5%、4～6月期には同▲5.1%までマイナス幅が拡大すると推計される(図表 28)。つまり、GDPギャップのマイナス幅が拡大しており、デフレリスクが強まっていることを示すような結果となる。しかし、これは供給制約が強く一部の財の需給がひっ迫している現実と整合的ではない。

さらに、電力と輸送機械における部品供給制約による潜在GDPの低下を加味した試算値(パターン2)では、1～3月期時点のGDPギャップが同▲3.9%、それが4～6月期に同▲3.1%にマイナス幅が縮小すると試算される。パターン2の試算においても、供給制約の影響もあって落ち込んでいる実質GDPの水準を「需要」ととらえている点で限界はあるが、パターン1よりは足元の状況に近いと言えそうだ。

本見直し通りに日本経済が推移した場合、パターン2のGDPギャップは7～9月期以降、徐々にマイナス幅が縮小していくが、2012年度末時点でも若干の供給超過(潜在GDP比▲1.5%)が残ると試算される。2012年度中のデフレ脱却は難しいであろう。現行基準でみた食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合消費者物価(以下、米国基準コアCPI)は2011年度▲0.0%、2012年度+0.2%と予測しているが、夏場の基準年変更で下方改訂され、2011年度▲0.6%、2012年度▲0.3%とプラス転換には至らないと予測している。生鮮食品を除く総合消費者物価(以下、コアCPI)はエネルギー価格上昇を主因に基準年改訂後でも小幅のプラスが見込まれるものの、賃金上昇につながりにくい現状ではデフレ脱却のサインととらえることは適切でない。

図表 28 GDPギャップの試算値



(注) 供給制約を加味したGDPギャップの推計方法について

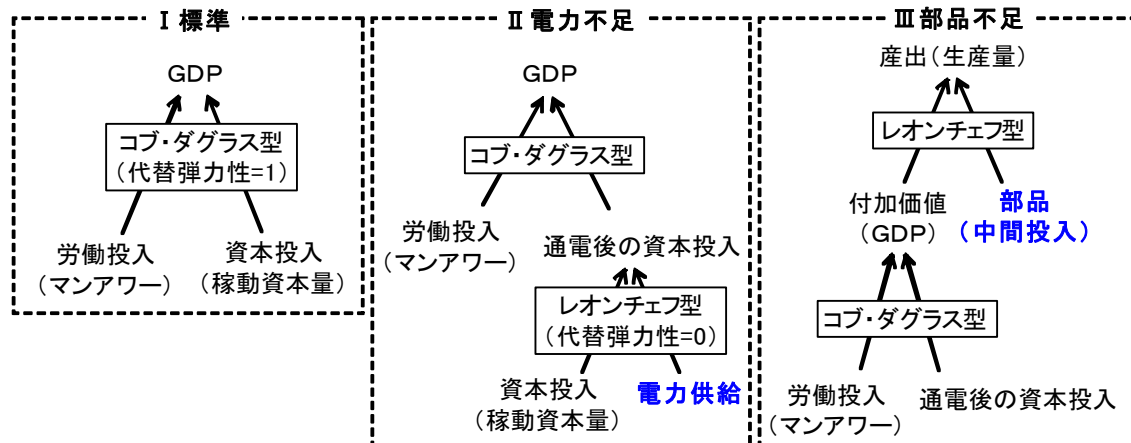
みずほ総合研究所で推計しているGDPギャップは、いわゆる生産関数アプローチに基づいている。生産関数アプローチでは、潜在資本投入と潜在労働投入を生産関数に代入して推計された潜在GDPと、現実のGDPとの差をGDPギャップとして計算する。標準的な生産関数アプローチでは、資本と労働の2つの生産要素に生産技術(TFP)が組み合わされることで付加価値(GDP)が生み出される関数形を想定しており(図表 29 I)、当社も同様の関数形を採用している。しかし、標準的な生産関数アプローチでは、今回の東日本大震災により生じた供給制約を十分捉えられないという問題が発生した。本見通しでは、震災による①民間資本ストックの毀損、②電力不足、③サプライチェーンの混乱がもたらした供給制約をGDPギャップの推計に反映するため、以下のように民間資本ストック残高や生産関数の形状などを修正した。

①民間資本ストックの毀損額については、阪神淡路大震災における民間資本ストックの毀損額(約 4.0 兆円、SNAストック編の期末貸借対照表-その他の資産量変動勘定より)、上場企業が計上した特別損失の1995年3月期と2011年3月期の比率(比較可能な企業について集計)を乗じることによって推計した(約 5.6 兆円)。

②電力不足については、生産関数の生産要素に電力を加えることで、供給面の制約として需給ギャップの推計に反映した。具体的には、生産関数を2段階の入れ子型に拡張し、第1段階で電力と稼働資本の投入により通電後の稼働資本が産出され(レオンチェフ型生産関数)、第2段階では労働力と第1段階で産出された通電後の稼働資本の投入により付加価値(GDP)が生み出される(コブ・ダグラス型生産関数)と定式化した(図表 29 II)。次に、電力供給量(先行きについては、東京電力と東北電力の電力供給見通しなどから全国ベースの供給可能電力量を試算)を、他の潜在生産要素投入量と共に拡張された生産関数に代入して潜在GDPを推計した。

③サプライチェーン混乱の影響については、理論的な前提として中間投入を含むように生産関数を拡張しつつ、実際の計算では簡略化した方法で潜在GDPの減少額を試算(輸送用機械工業に限定)し、②で計算した全産業ベースの潜在GDPから控除した。まず、生産関数は②で説明した2段階の生産関数をさらに1段階拡張し、中間投入と②の生産関数で生み出された付加価値を組み合わせる(レオンチェフ型生産関数)と想定した(図表 29 III)。次に、輸送用機械工業における部品不足による潜在GDPの減少額は、震災前後の輸送用機械工業の生産額見通し(当社社予測値)をもとに、それぞれの見通しのもとで生み出される付加価値の差とした。なお、震災前後の付加価値を計算するために必要な中間投入額の見通しは、生産額と同率で変動するとの仮定(上述の生産関数のもとでは、部品一単位あたりの生産可能額が変化しないとの仮定に相当)を置いて、SNA確報を延長した。

図表 29 生産関数の仮定(概要)



(注) 代替弾力性は、生産要素間の代替の強さを表す。代替弾力性が1とは、生産要素間の相対価格1%の変化に対し、生産要素投入量の比率(労働と資本の場合は資本集約度に該当)が1%変化することを意味する。また、代替弾力性が0とは、生産要素間の代替が不可能であることを意味する。

(資料) みずほ総合研究所作成

### (3) 外需

2011年1～3月期は輸出入とも増加

2011年1～3月期の実質輸出(SNAベース)は、前期比+0.7%(10～12月期同▲0.8%)と2四半期ぶりに増加した。震災に伴う減産の影響で3月の輸出は急激に落ち込んだが、2月まで増加傾向であったため四半期ベースでは小幅ながら増加に転じた。輸出数量指数(みずほ総合研究所による季節調整値)を見ると、震災発生前まではアジア向け輸出が全体を大きく押し上げる一方で、震災発生後は米国・アジア・欧州ともに大きく減少した(図表30)。財別で見ると、1～3月期は一般機械や電気機器が増加した模様である。

実質輸入も前期比+2.0%(10～12月期同▲0.3%)と増加した。震災発生前まで増産基調であったことを背景に、原油などの工業用原料が増加したほか、スマートフォンやタブレット型端末等の輸入も増加した模様である。実質輸入の伸びが実質輸出を上回った結果、1～3月期の外需寄与度は▲0.2%Pt(10～12月期同▲0.1%Pt)と実質GDP成長率を押し下げた。

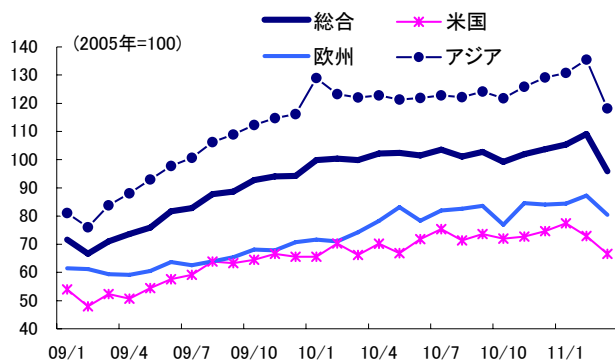
4～6月期の輸出は大幅に減少

輸出は、2011年4～6月期に急減したあと、増加基調に復する見通しだ。4～6月期は、サプライチェーン途絶等に伴う減産の影響で供給制約が発生するため、大幅な減少は避けられないだろう。もっとも、海外経済の回復が続く中で需要は堅調に推移しており、生産活動が回復に向かう7～9月期以降は輸出も持ち直す見込みである。しかし、ウェイトの高い輸送機械の生産が正常化するのが秋以降となる見込みであることから、10～12月期までは震災前を下回る水準に留まる可能性が高い。

2012年前半の輸出は増勢を保つも、後半になると伸びが鈍化

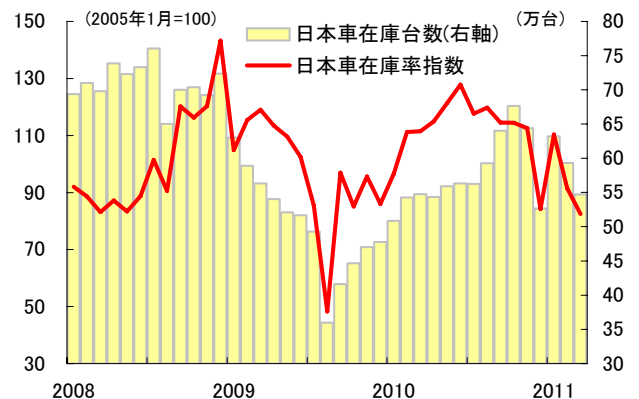
2012年になると生産の正常化が見込めるほか、自動車等のペントアップ・ディマンドも顕在化し、輸出は回復軌道に乗るだろう。米国の日本車在庫率指数(2005年1月=100とする)は震災直後の3月末に82(過去5年の平均:96)にまで低下している(図表31)。しかし、2012年後半は米国経済の減速に加え、循環的な半導体関連の調整も見込まれ、輸出の伸びは再び鈍化する公算だ。以上を踏まえ、実質輸出は2011年度が前年比▲0.1%、2012年度同+9.5%と予測している。

図表 30 地域別輸出数量指数の推移



(注) みずほ総合研究所による季節調整値。  
(資料) 財務省「貿易統計」からみずほ総合研究所作成

図表 31 米国の日本車在庫台数と在庫率指数推移



(注)1. いずれもみずほ総合研究所による季節調整値。直近は3月。  
2. 日本車在庫率指数=日本車現地在庫/日本車現地販売。  
(資料) Automotive News Inc.「Automotive News」

輸入も2011年4～6月期は減少

2011年4～6月期は生産活動が停滞する中で輸入も減少する見込みだ。特に、震災発生前までの増産を受けて回復基調であった生産財輸入の落ち込みは避けられ

ないであろう。もともと、野菜や建設資材等の供給不足に陥っている財の代替輸入や火力発電所増強に伴うLNG等のエネルギー輸入の増加が見込まれ、減少幅は輸出に比べて小幅となる可能性が高い。一定の仮定(※)のもとに、復興関連の建設資材と、火力発電所増強に伴うLNGの輸入増加額を試算すると、単年で6,500億円程度(建設資材:3,000億円、LNG:3,500億円)となる。

2011年後半以降の輸入は、生産の持ち直しに伴う原材料輸入に加え、復興に伴う資材輸入も見込まれ増加基調に復するであろう。実質輸入は2011年度が前年比+1.2%、2012年度同+8.0%と予測している。

(※試算の前提)建設資材:毀損ストック16兆円

LNG: 福島・浜岡・女川・東通原発電停止、不足電力の70%をLNG火力で発電、LNG価格は1~3月の円建て入着価格

1~3 月期の経常黒字は減少

2011年1~3月期の経常黒字は年率12.2兆円と、10~12月期(17.3兆円)から減少した。内訳をみると、震災後の輸出の落ち込みや、エネルギー価格上昇による輸入金額の押し上げを受けて、貿易黒字が減少した。他方で、所得収支黒字は緩やかに増加している。先進国の金利低下などを受け債券利子は伸び悩んでいるが、海外子会社の業績回復を背景に配当金や再投資収益(海外子会社における内部留保に相当)が増加を維持している。

経常黒字は低調に推移

今後を見通すと、輸出が弱含むことに加えて、原油など資源価格の上昇が輸入金額を押し上げることから、貿易収支は低調に推移するであろう。当社の原油・為替見通しに従って試算すると、原油高によって輸入金額は2011年度3.3兆円、2012年度2.2兆円押し上げられることになる。これに火力発電所増強による、LNGの輸入増(年間650万トン増加と仮定)を加味すると、2011~2012年度合計で約8.0兆円の負担増が見込まれる(図表32)。貿易収支は2011年度1.0兆円、2012年度0.9兆円と輸出入がほぼ均衡するとみられる。一方、所得収支については、為替レートが緩やかに円安に向かうことや、海外資産収益率の回復により増加基調が続くだろう。以上を踏まえて、経常黒字は2011年度10.6兆円、2012年度9.7兆円と予想している(図表33)。

図表 32 原油とLNGの輸入金額の見通し

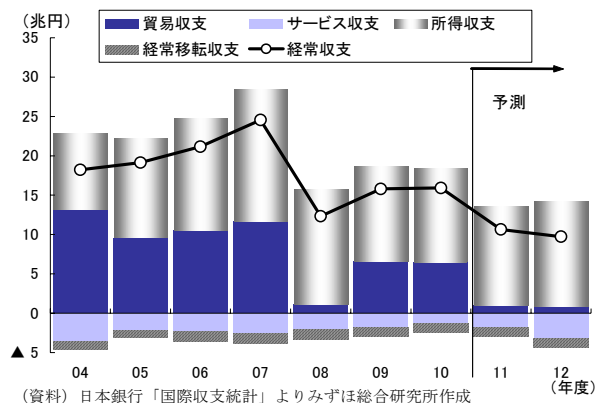
(単位:兆円)

| 年度    |     | 2009<br>(実績) | 2010<br>(見込み) | 2011<br>(試算) | 2012<br>(試算) |
|-------|-----|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 輸入金額  | 原油  | 8.59         | 9.75          | 13.04        | 15.26        |
|       | LNG | 2.86         | 3.54          | 5.16         | 6.04         |
|       | 合計  | 11.44        | 13.29         | 18.21        | 21.30        |
| 輸入増加額 | 原油  | -5.05        | 1.17          | 3.29         | 2.21         |
|       | LNG | -1.64        | 0.68          | 1.63         | 0.88         |
|       | 合計  | -6.69        | 1.85          | 4.91         | 3.09         |

(注)1.2011年度、2012年度の原油入着価格は、当社経済見通しに基づく。  
2.2011年度以降の原油の輸入数量は2010年度と同じ、LNGは火力発電所増強により年間650万トン増加とする。

(資料)財務省「貿易統計」等よりみずほ総合研究所作成

図表 33 経常収支の見通し



#### (4) 企業部門

生産は3月に急減し、3四半期連続の減産

生産は3月が底の見込みだが、当面は自動車が出し押し要因に

企業収益は6四半期ぶりの減益となった模様

2011年1～3月期の鉱工業生産指数は、前期比▲2.0%(2010年10～12月期同▲0.1%)と3四半期連続のマイナスとなった。2月までは増産が続く「踊り場」脱却の動きが鮮明となっていたが、東日本大震災に伴い多くのメーカーが操業をストップしたことを受け、3月は前月比▲15.5%と過去最大の落ち込みとなった。マイナス幅が5割以上に達した自動車を筆頭に、全ての業種で減産となった。

3月末以降、被災した工場などの復旧が進んでいることを背景に、4・5月の製造工業生産予測指数は増産が見込まれている(4月:前月比+3.9%、5月+2.7%)。3月の落ち込みが急激であったため、予測指数どおりに推移しても4～5月平均は1～3月平均を5%以上下回るが、単月で見れば生産活動の底は3月となる可能性が高い。しかし、業種によって状況が大きく異なることには留意が必要だ。素材業種では東北・北関東の生産拠点が正常化するまでにはまだ時間がかかるものの、西日本などにある他の工場で代替生産を進めた結果、石油業界のように震災前の生産水準を早期に回復した業種もみられる。一方で加工業種をみると、基幹IT部品などの供給停止が続いている自動車は、回復の遅れが特に目立っている。完成車メーカー各社は3月に軒並み生産停止に陥ったのち、順次生産を再開したが、足元の稼働率は震災前の5割程度にとどまっているようだ。6月頃から自動車の生産水準が順次高まっていき、震災前の稼働率を回復するのが10月と仮定すると、その後フル稼働しても2011年度の実生産台数は140万台程度下振れする計算となる(図表34)。自動車産業は製造業に占めるウェイトが高いため、これだけで鉱工業生産が1.4%Pt押し下げられる。

今回の見通しでは、サプライチェーンの正常化により自動車が震災前の供給能力に戻るのが秋ごろ、その他の業種が夏場と想定した。夏の関東・東北地方における電力抑制については、数パーセントの下押しになるとみている(同地方が全国の生産に占める割合は4割程度であり、5～10%減産されると全国への影響は2～4%となる)。以上を踏まえ、2011年度の実生産を前年比+1.2%(震災前3/10見通し:+6.5%)と予想している。2012年度入り後は、米国経済などの減速に伴い輸出の伸びが鈍化することを受け、増産ペースは緩やかとなる。前年度からのゲタの影響で、年度ベースでは前年比+9.0%(同:+4.3%)と高い伸びを見込んでいる(図表35)。

企業収益は悪化している。上場企業(日経225採用銘柄)の2011年1～3月期決算をみると、製造業を中心に6四半期ぶりの減益となった(次ページ図表36)。震災

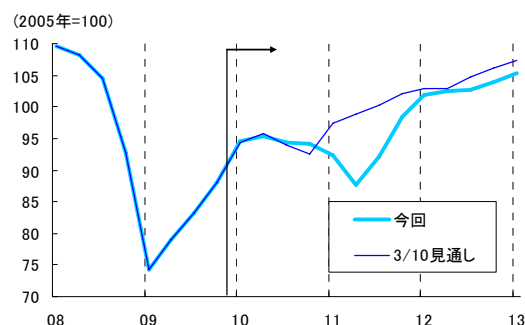
図表 34 自動車生産台数の試算

| (ベースライン比) | 自動車生産台数<br>(台数、万台) | 鉱工業生産指数<br>(割合、%) |
|-----------|--------------------|-------------------|
| 2011Q2    | ▲123               | ▲5.0              |
| 2011Q3    | ▲65                | ▲2.6              |
| 2011Q4    | 2                  | +0.1              |
| 2012Q1    | 46                 | +1.7              |
| 11年度上期    | ▲188               | ▲3.8              |
| 11年度下期    | 48                 | +0.9              |
| 2011年度    | ▲140               | ▲1.4              |

(注) 1. 乗用車・バス・トラックの合計。  
ベースラインは前月比+1%の増産が続くと仮定。  
2. 生産能力を震災前から一定、震災前と比べた稼働率について下記のように想定。  
5月までは5割、6月以降順次改善していき、10月に震災前の水準を回復。以後、1月にフル稼働(過去のピーク水準)に達するまで増産が続く。

(資料) 経済産業省、日本自動車工業会より、みずほ総研作成

図表 35 鉱工業生産指数の先行き



(注) 4/15に年次補正が施されたことに伴い、2010年の過去系列も修正されたことに留意。

(資料) 経済産業省、みずほ総合研究所



後の操業停止に伴い、売上が急減したことが主因である。今後、生産活動は持ち直しに向かうものの、前年との比較では2011年度半ばまで減収となりそうだ。商品市況が前年比で上昇していることも収益の圧迫要因となろう。経常利益(法人企業統計季報ベース)は、2011年度に前年比▲4.1%と3年ぶりの減益(2010年度予測値は同+32.4%)となった後、2012年度は同+15.7%に回復すると予想している。

設備投資は6四半期ぶりに減少

1~3月期のSNA民間企業設備投資は、前期比▲0.9%(2010年10~12月期同+0.1%)と6四半期ぶりに減少した。資本財などの供給が3月にストップしたことが主因とみられる。2010年度では前年比+4.5%と3年ぶりに増加した。

設備投資は緩やかな増加基調に復する見込み

企業収益の下振れに伴い、設備投資も下方修正が避けられないだろう。もっとも、リーマン・ショック後のように数四半期にわたり減少が続く可能性は低く、早晩緩やかな増加基調に復するとみられる。震災前は、製造業の設備投資が減価償却費を下回る水準にとどまり、設備の維持・更新のためにも増加基調の持続が予想される状況にあった。新興国を中心に海外需要が旺盛であるとの認識が強いことも、投資を後押ししていたとみられる。そうした企業の投資マインドは、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の4~6月期見通しが前期比+10.0%(1~3月期:同+3.5%)の大幅プラスとなっていることからみて、震災後も大きく変わっていないようだ。

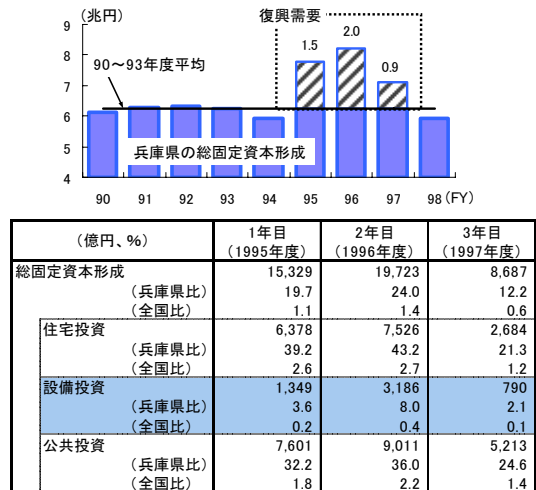
2011年度後半には復興需要による押し上げも期待される。ただし、阪神大震災時は1995~97年度の3年間で兵庫県の総固定資本形成が大きく増加したが、設備投資の割合は相対的に小さかった(図表37)。復興需要による影響は、住宅・公共投資ほど顕著には表れないだろう。設備投資の増加ペースは緩やかなものにとどまり、2011年度が前年比+3.5%、2012年度が同+4.7%と予想している(図表38)。

図表 36 日経225採用銘柄の経常利益増減率

| (前年比、%) | 全産業(除く金融・保険) |           |               |
|---------|--------------|-----------|---------------|
|         |              | 製造業       | 非製造業          |
| 2009年   | 4~6          | ▲ 78.1    | 赤字転 ▲ 26.7    |
|         | 7~9          | ▲ 44.1    | ▲ 61.6 ▲ 26.1 |
|         | 10~12        | 174.3     | 黒字転 9.4       |
| 2010年   | 1~3          | 黒字転       | 黒字転 44.0      |
|         | 4~6          | 291.7     | 黒字転 28.4      |
|         | 7~9          | 79.1      | 162.3 34.1    |
| 10~12   | 22.8         | 13.9 36.1 |               |
| 2011年   | 1~3          | ▲ 15.1    | ▲ 43.9 20.1   |

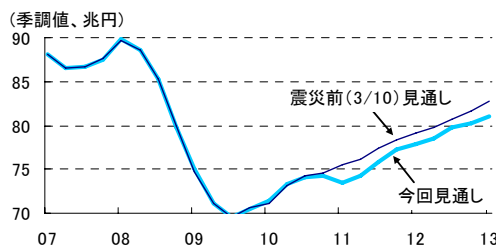
(注) 日経225採用銘柄(除く金融・保険)のうち、前年同期と比較可能な企業の経常利益増減率。2011年第1四半期は、5月18日時点でデータベースに反映済みの198社。  
(資料) NEEDS Financial Questより、みずほ総研作成

図表 37 阪神・淡路大震災の復興投資



(注) 1. 復興需要=1990~93年度平均との乖離と定義。  
2. 兵庫県比は、復興需要が兵庫県の投資に占める割合。全国比も同様。  
(資料) 内閣府、兵庫県資料等より、みずほ総合研究所作成

図表 38 実質設備投資の見通し



(資料) 内閣府、みずほ総合研究所

## (5) 家計部門

1～3月期の雇用者報酬は伸びが鈍化

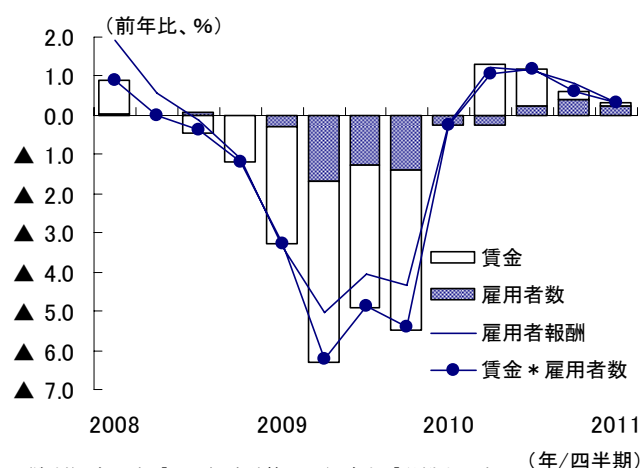
2011年1～3月期の名目雇用者報酬(SNAベース)は前年比+0.3%と、2010年10～12月期(同+0.8%)から伸びが鈍化した(図表39)。内訳をみると、雇用者数(労働力調査、※注)、一人当たり名目賃金(毎月勤労統計)ともに伸び率が低下している。雇用者数は、震災前の2月まで増加基調にあったが、3月は前月比で減少に転じた。名目賃金については、2月まで所定外給与や特別給与が押し上げる格好で小幅な増加を続けていたが、3月は総実労働時間の短縮を受けた定期給与の減少に伴い、13カ月ぶりに減少した。

(※注)3月の公表値は、岩手、宮城、福島の3県を除くベース。

個人消費は2四半期連続の減少

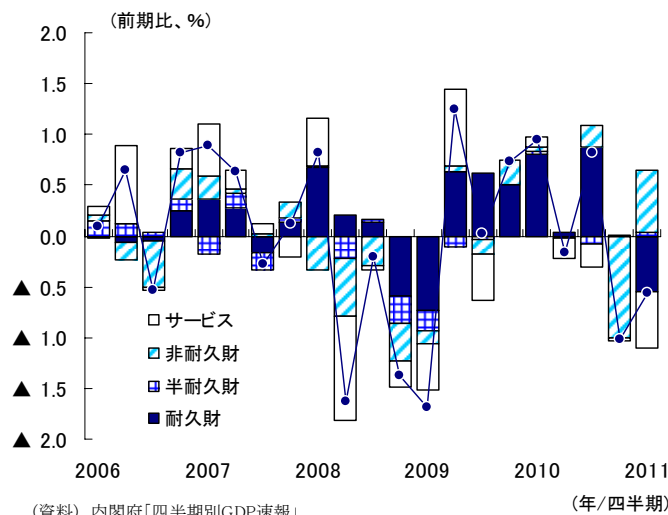
1～3月期の実質個人消費は前期比▲0.6%と2四半期連続の減少となった(図表40)。2月までは持ち直し傾向にあったが、震災を機に急激に落ち込んだ。財別にみると、非耐久財(同+2.2%)は食品などの買いだめの動きから増加したものの、耐久財(同▲7.3%)やサービス(同▲0.9%)が減少した。耐久財の減少は、震災後に自動車や家電の購入が先送りされたことによるものと推測される。また、サービスは、全国的な消費者マインドの悪化などを背景に、外食、旅行、レジャーなど不要不急の支出が控えられたことが響いたとみられる。

図表 39 雇用者報酬の推移



(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 40 実質国内家計最終消費支出の内訳



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

(年/四半期)

雇用情勢の大幅な悪化は避けられる見込み

今後を展望すると、雇用情勢は一時的に悪化するものの、大幅な悪化には至らない可能性が高い。足元では非正規労働者の雇止めや解雇の動きが増えるほか(厚生労働省「非正規労働者等の雇止め等の状況」による)、企業活動の停滞で雇用の過剰感が高まると予想されるため、新規採用の抑制が続くだろう。実際、3月の新規求人数(前月比▲7.1%)はリーマン・ショック後の2009年2月(同▲10.6%)以来の減少幅となり、企業の採用意欲は大きく低下した。ただし、製造業では、供給制約による減産が一時的なものであることから、雇用の調整幅は限定的と予想される。加えて、政府は雇用調整助成金拡充などの雇用維持対策を講じており、これらは雇用情勢の悪化をある程度抑制するとみられる。また、夏場以降は被災地の住宅やインフラ復旧など建設関連需要による雇用拡大も想定される。2011年度下期以降、生産正常化に伴い雇用環境も改善するとみられることから、雇用者数は2011年度に前年比+0.1%、2012年度に同+0.4%と小幅の増加を予測している。

2011 年度の名目賃金は 2 年ぶりに減少

個人消費は夏場まで停滞し、その後は緩慢ながらも回復に向かう見込み

賃金に関しては、当面の生産活動が停滞し、残業時間が短縮されることから所定外給与が落ち込むとみられる。また、今夏のボーナスは中小企業を中心に減少すると予想している。2011 年度上期の厳しい収益環境を鑑みると、冬のボーナスも前年を下回る可能性が高く、賃金の下押し要因として作用しよう。以上より、2011 年度の名目賃金は前年比▲0.6%と予想した。2012 年度は増産に伴う所定外給与の増加などから同+0.4%と増加に転じるとみている。

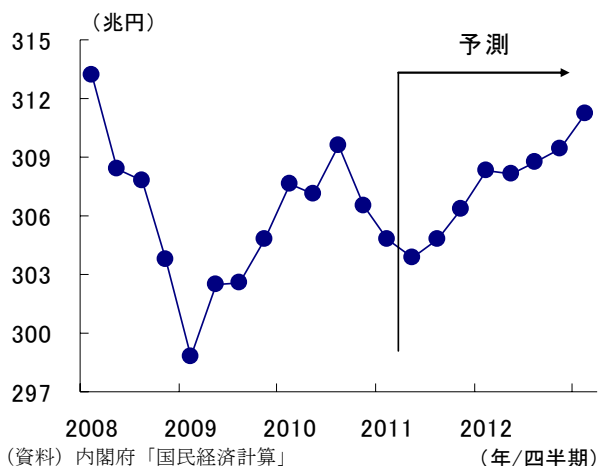
今後の消費動向については、夏場までは停滞し、その後は緩慢ながらも回復に向かうとみている。4～6 月期は、①計画停電の解除による商業施設の営業正常化や②3 月の買い控えの反動がプラスに寄与するとみられる。実際、4 月の百貨店売上高は 3 月から改善しており(3 月:前年比▲14.7%⇒4 月:▲1.5%)、衣料品を中心に持ち直しの動きが出ている。一方、①自粛ムードの残存、②食品や日用品の買いだめの反動、③供給不足による自動車販売の落ち込みなどが消費を下押しするとみられる。4～6 月期はプラスとマイナスの材料が混在するものの、全体としては 3 四半期連続の減少となる見通しである。

7～9 月期は、サプライチェーンの復旧に伴い自動車の供給制約が徐々に緩和され自動車の販売が上向くことなどから、個人消費全体でも増加に転じると予想される。もともと、節電の影響やボーナスの減少を背景に伸びは小幅にとどまるとみている。

10～12 月期以降は、復興財源を確保するための家計負担の増加が消費回復の足を引っ張るとみられる。今回の見通しでは、2011 年度後半から子ども手当が凍結され、児童手当が復活することを想定している。それによって、家計の可処分所得は 2011 年度に 0.8 兆円減少する計算(2012 年度は 1.6 兆円の減少)となり、消費の下押し要因として作用しよう。以上を踏まえ、2011 年度の実質個人消費は前年比▲0.4%と 2 年ぶりに減少すると予測している(図表 41、図表 42)。

2012 年度については、企業収益の回復が所得に波及することや供給制約からの自動車販売増などにより、前年比+1.2%と増加に転じるとみられる。ただし、復興財源を確保するための手段として、2012 年度に所得税や消費税の増税が行われる可能性もある。所得税増税の場合は可処分所得の減少を通じた消費の落ち込み、消費税増税の場合は物価上昇に伴う実質所得の減少と、2011 年度後半に生じる駆け込み需要の反動による消費の下振れが想定される。

図表 41 実質個人消費(季調値)のパス



図表 42 個人消費の見通し

| (前年比、%)    | Fy07 | Fy08 | Fy09 | Fy10 | Fy11 | Fy12 |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| 雇用者報酬      | ▲0.4 | ▲0.9 | ▲3.6 | 0.9  | ▲0.2 | 0.8  |
| 雇用者数       | 0.7  | ▲0.1 | ▲1.2 | 0.2  | 0.1  | 0.4  |
| 一人当たり名目賃金  | ▲0.7 | ▲1.1 | ▲3.3 | 0.6  | ▲0.6 | 0.4  |
| 名目可処分所得    | ▲0.7 | ▲0.6 | 0.1  | 0.9  | ▲0.3 | 0.3  |
| 名目消費支出     | 1.1  | ▲2.2 | ▲2.3 | ▲0.5 | ▲1.2 | 0.8  |
| 消費性向       | 97.9 | 96.2 | 93.9 | 92.6 | 91.8 | 92.2 |
| 消費性向(前年差)  | 1.9  | ▲1.7 | ▲2.3 | ▲1.3 | ▲0.9 | 0.5  |
| 消費支出デフレーター | ▲0.3 | 0.0  | ▲2.2 | ▲1.4 | ▲0.8 | ▲0.3 |
| 実質消費支出     | 1.4  | ▲2.2 | ▲0.0 | 0.8  | ▲0.4 | 1.2  |

(注) 消費性向=家計最終消費支出÷家計可処分所得×100

(資料)内閣府「国民経済計算」

2011年1～3月期の住宅投資は3四半期連続で増加

住宅着工は2011年度後半に持ち直し、復興住宅の建設が本格化するの  
2012年度

2011年1～3月期の新設住宅着工戸数は84.2万戸(季節調整済み年率換算値、以下同様)と、2010年10～12月期から0.1%減少した。利用関係別にみると、持家が31.0万戸(前期比▲4.6%)と3四半期ぶりに、分譲が21.6万戸(同▲7.3%)と1年半ぶりに減少した。マンションの販売戸数は昨年末以降伸び悩んでおり、持家系(持家+分譲)の着工については、需要の伸び悩みも影響したとみられる。貸家は28.3万戸(同+4.6%)と増加したが、30万戸割れの低水準で推移した。もともと、昨年未までの住宅着工が回復傾向にあったことから、進捗ベースでみた2011年1～3月期のSNA実質住宅投資は前期比+0.7%(10～12月期同+3.2%)と3四半期連続で増加した。

月次でみると、新設住宅着工戸数(季節調整済み)は1月前月比▲1.6万戸⇒2月同+3.0万戸⇒3月同▲7.5万戸と3月に大きく落込んだ。震災の影響で、被災地はもとより被災地周辺でも資材の調達難などから着工計画が一部延期された模様だ。4月以降も資材不足や商品市況高による資材価格の上昇、液状化のあった地域での着工見合わせ、住宅の立地選別の慎重化、消費者マインドの悪化などが影響し、全国ベースの着工は夏場まで低調に推移するとみられる。夏場以降は、資材確保の正常化や、マンション・建売住宅の販売持ち直しを受けて、住宅着工も緩やかな回復基調に復するとみられる。

なお、応急仮設住宅を除く新設の復興支援住宅(以下、復興需要)は、①着工計画を立てるのに不可欠な社会インフラの復元や防災・塩害対策への対応に相應の時間を要するとみられること、②地権の問題が複雑化していること、などから、本格的な健在化は、2012年度以降となり、その後2年程度にわたって住宅投資を押し上げると予想している(阪神淡路大震災時には震災約3カ月後から約2年間にわたって兵庫県の住宅着工が増加した)。また、その規模は、ひょうご住宅3カ年計画における新設復興需要7.7万戸(うち民間、4.45万戸)の約1.25倍にあたる約12万戸(うち民間、約7万戸)を見込み、それにより2012年度の住宅投資が2%Pt程度押し上げられるとみている(図表 43)。

以上から、住宅着工戸数は2011年度83.0万戸、2012年度90.0万戸と予測した。2011年度のSNA実質住宅投資は前年比+2.4%、2012年度は同+4.9%と予測している(図表 44)。

図表 43 復興支援住宅の規模と統計への表れ方

|         |              | 応急仮設住宅    | 復興支援住宅          |               |
|---------|--------------|-----------|-----------------|---------------|
|         |              |           | 公的住宅            | 民間住宅          |
| 対応復興支援策 |              | 応急仮設住宅の新設 | 災害復興(賃貸)住宅の供給促進 | 民間住宅の再建支援     |
| 大阪震災時路  | 戸数(実績・計画ベース) | 4.8万戸     | 3.25万戸          | 4.45万戸        |
|         | 期間           | 震災後1～3カ月  | 震災後3カ月後～(約2年)   | 震災後3カ月後～(約2年) |
| 大震災時    | 戸数(計画・予測ベース) | 約6～7.2万戸  | 約5万戸            | 約7万戸          |
|         | 期間           | 震災後1～3カ月  | 震災1年後～(約2年)     | 震災1年後～(約2年)   |

(注) 東日本大震災時の復興支援住宅の戸数は、ひょうご住宅復興3カ年計画などをともに予測。  
(資料) 兵庫県都市住宅部「ひょうご住宅復興3カ年計画」などよりみずほ総合研究所作成

図表 44 住宅投資の見通し

|                  |         | 2009年度<br>(実績) | 2010年度<br>(実績) | 2011年度<br>(予測) | 2012年度<br>(予測) |
|------------------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 新設住宅着工戸数 (万戸)    | (前年比・%) | 77.5<br>▲25.4  | 81.9<br>5.6    | 83.0<br>1.4    | 90.0<br>8.4    |
|                  | 持家 (万戸) | 28.7<br>▲7.6   | 30.9<br>7.5    | 31.2<br>1.2    | 33.8<br>8.4    |
|                  | 貸家 (万戸) | 31.1<br>▲30.0  | 29.2<br>▲6.3   | 29.6<br>1.4    | 31.9<br>7.7    |
|                  | 分譲 (万戸) | 16.4<br>▲40.0  | 21.2<br>29.6   | 21.6<br>2.0    | 23.7<br>9.5    |
| 名目民間住宅投資 (前年比・%) |         | ▲21.3          | 0.3            | 3.0            | 5.2            |
| デフレーター (前年比・%)   |         | ▲3.8           | 0.5            | 0.6            | 0.2            |
| 実質民間住宅投資 (前年比・%) |         | ▲18.2          | ▲0.2           | 2.4            | 4.9            |

(注) 着工戸数の合計には給与住宅も含む。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

## (6) 政府部門

1～3月期の公需は3四半期ぶりに増加

震災からの復興需要により公共投資は増加基調に転じる見込み

被災地のがれき処理などが政府消費を押し上げ

2011年1～3月期の実質公的需要は前期比+0.6%と3四半期ぶりに増加した。被災地域で公共工事が中断されたものの、被災地域外では2010年度補正予算で追加された公共事業が下支えとなり、公的固定資本形成は前期から減少幅が縮小した(同▲1.3%←10～12月期同▲6.0%)。政府消費は震災のがれき処理や避難所の設置などが押し上げ要因となり大幅に増加した(同+1.0%)。

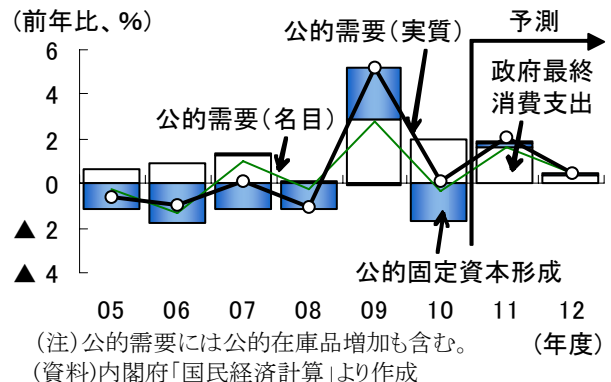
先行きをみると、公共投資は震災への対応に伴い増勢に転じるとみられる。震災前に成立した2011年度当初予算では、財政事情の厳しさから公共事業関係費が大幅に削減された(2010年度補正後比▲13.7%、一括交付金化の影響を除く)。一方、震災を受けて5/2に成立した第1次補正予算では、公共事業関係費が大幅に追加されたほか、施設復旧費も積み増された(図表45)。さらに、今後編成が予定される追加補正予算では、本格的な復興に向けた予算が組まれる見込みである。盛り込まれる復興の構想次第では、来年度以降分も含めた歳出の追加額が二十兆円に近づく可能性も指摘される。本見通しでは、復興事業の総額が12兆円程度(うち公共事業費(浸水地買上費用を除く)が約8兆円)と想定し、2012年度までの財源には子ども手当の見直しや法人減税見送り、国債の追加発行などを見込んだ。ただし、被災地の復旧の遅れや地権者間の利害調整などが事業の進捗を遅らせると予想されるため、復興予算の執行には3年超の期間を要するだろう。以上を踏まえ、実質公的固定資本形成は2011年度に前年比+1.2%と、2年ぶりの増加に転じると予測した(図表46)。2012年度については、復興予算の下支えにより同+0.1%と前年度並みを見込んだ。政府消費は、高齢化による医療費の給付増が続くことに加え、震災による財政支出の増加を受けて、2011年度に伸びが加速するとみられる。1次補正予算で手当された被災地のがれき処理や自衛隊の救援活動費などは統計上政府消費に計上されるため、当面こうした復旧の動きが政府消費の押し上げ要因となるだろう。実質政府消費は2011年度前年比+1.9%と予測した。2012年度は政府消費に計上される震災関連支出は縮小するものの、医療費の増加が続くこと等から同+0.5%とプラスを見込んでいる。なお、政府は復興事業の財源に充てるため、公務員人件費を1割削減する方針を固めた。しかし、人事院勧告を経ない給与引下げには公務員労組の反対が強く、実現には難航が予想される。現段階では、交渉の行方が不透明であることや公務員人件費の約3/4を占める地方公務員の対応が定まっていないことから大幅な給与引下げは織り込まず、人件費の削減は人員の自然減が中心になると想定した。

図表 45 2011年度第1次補正予算の概要

| 東日本大震災対策費  |     | 財源                     |     |
|------------|-----|------------------------|-----|
| 公共事業関係費    | 1.2 | 既定経費の減額                | 3.7 |
| 施設費災害復旧費等  | 0.4 | 基礎年金国庫負担の減額            | 2.5 |
| 災害救助等関係経費  | 0.5 | 経済予備費                  | 0.8 |
| 仮設住宅等      | 0.4 | 子ども手当の減額               | 0.2 |
| 災害廃棄物処理事業費 | 0.4 | 高速道路無料化実験の凍結           | 0.1 |
| 災害関連融資関係経費 | 0.6 | 政府開発援助等の減額・周辺地域整備資金の活用 | 0.1 |
| 地方交付税交付金   | 0.1 | 税外収入                   | 0.3 |
| その他        | 0.8 | 高速道路新料金の凍結             | 0.3 |
| 合計         | 4.0 |                        |     |

(備考)財務省資料によりみずほ総合研究所作成

図表 46 公需(実質)の見通し



## (7) 物価

2011年1～3月期の国内企業物価は上昇

2011年1～3月期の国内企業物価は、石油・石炭製品や鉄鋼、加工食品などの価格上昇により、前年比+1.7%(2010年10～12月期同+1.0%)と伸びが高まった。輸入素原材料価格の上昇が一部転嫁され、中間財・最終財の伸びが高まった。

資源高を背景に国内企業物価は上昇が続く

今後を展望すると、新興国需要の堅調を背景に、引き続き原油や食料などの国際商品市況は上昇基調で推移するとみている(WTI原油価格の予測:2011年度同+36.7%、2012年度同+10.4%)。これを受けて、国内企業物価は2011年度に前年比+2.6%(2010年度同+0.7%)と2008年度の同+3.2%以来の高い伸びを記録するとみられる。また、2012年度には伸びが鈍化するものの、同+1.3%と3年連続で上昇する見通しである(図表 47)。

コアCPIの下落幅は縮小

2011年1～3月期の消費者物価(生鮮食品を除く総合。以下、コアCPI)は、エネルギー価格の上昇を主因に、前年比▲0.2%と10～12月期(同▲0.5%)から下落幅が縮小した。米国基準コアCPI(食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合)も同▲0.5%(10～12月期同▲0.6%)と下落幅が縮小しており、デフレ圧力は若干和らいだ。

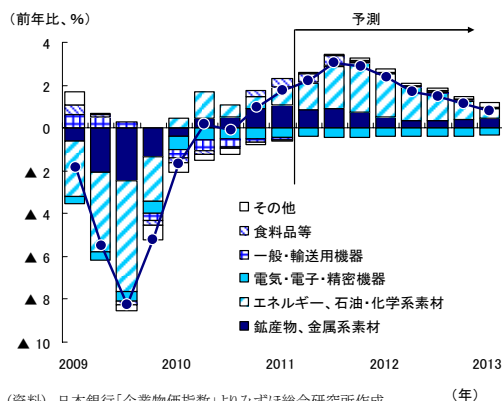
食料・エネルギーの上昇で、コアCPIはプラスに

先行きについては、食料・エネルギー価格の上昇などから、コアCPIは上昇に転じるとみられる。2011年度のコアCPIは高校授業料無償化の影響(2010年度のコアCPIを0.5%Pt押し下げ)が一巡することもあり、前年比+0.6%(2010年度同▲0.8%)と3年ぶりにプラスに転じ、2012年度も前年比+0.7%と上昇が続く見込みである。また、供給制約の緩和や復興需要により7～9月期以降の成長率がプラスに転じる中でGDPギャップが緩やかに縮小することから、米国基準コアCPIは、2011年度に同▲0.0%(2010年度同▲1.1%)と下落幅が縮小し、2012年度は同+0.2%とプラスに転じるとみている。

基準年改定によって米国基準コアCPIは2012年度いっぱい前年割れとなる公算

ただし、本年8月の基準年改定(2005年基準⇒2010年基準)によってコアCPI、米国基準コアCPIともに下方修正される見込みである。2005年時点のウェイトを基準とする固定方式のCPIに対して、前年のウェイトを基準とする連鎖方式のCPI(参考指数)は、2010年平均でみて、コアCPIで0.5%、米国基準コアCPIで0.6%下落幅が大きくなっている。このため、基準年改定によって、両指数とも0.4%～0.6%程度下方修正されるとみられる(図表 48)。基準年改定後ベースでは、コアCPIはエネルギー価格上昇を主因に小幅のプラスとなるものの、米国基準コアCPIは2012年度も下落が続くと予想される。デフレからの脱却は2013年度以降となりそうだ。

図表 47 国内企業物価指数の見通し



図表 48 基準改定前後のコアCPIと米国基準コアCPIの見通し

| (前年比、%) | 基準改定前 |        | 基準改定後 |        |
|---------|-------|--------|-------|--------|
|         | コア    | 米国基準コア | コア    | 米国基準コア |
| 2009年度  | ▲ 1.6 | ▲ 0.9  | ▲ 1.7 | ▲ 1.2  |
| 2010年度  | ▲ 0.2 | ▲ 0.4  | ▲ 0.6 | ▲ 0.9  |
| 2011年度  | 0.6   | ▲ 0.0  | 0.2   | ▲ 0.6  |
| 2012年度  | 0.7   | 0.2    | 0.3   | ▲ 0.3  |

(注) 2010年度については、高校授業料の影響を除いて表示した。  
(資料) 総務省「消費者物価指数」よりみずほ総合研究所試算

## (8) 金融市場

景気回復に伴う緩やかな株高・金利上昇がメインシナリオだが、不安材料も多く、暫くは不安定な動き

前回見通し以降の金融市場では、3月11日に発生した東日本大震災を受けて一旦相場が大きく動揺した。日経平均株価は地震発生後に急落し、一時8,000円台まで値を下げた。また、原発事故に対する懸念などを背景にグローバルでも株安の展開となった。長期金利は、質への逃避から全般に低下し、為替市場では、リスク回避と震災に伴う本邦勢のレパトリエーション(資金の本国回帰)の思惑などからドル円相場で一時76円台まで円高が進行した。ただし、為替についてはG7による協調介入が入り短期間で80円台に戻す展開となった。その後、欧米株は米企業業績の改善を受けて年初来高値を更新し、米低金融政策長期化の思惑から長期金利は低下、為替市場ではドル安が進行した。

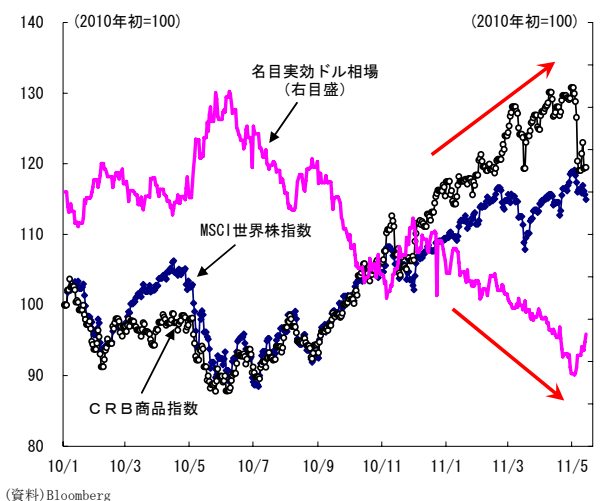
基調としては、昨年の米追加緩和(QE2)をきっかけとした投資家のリスク資産への投資姿勢の強まりから、4月までは概ね株高・商品高・ドル安の展開が続いてきたといえよう。ところが、5月に入って銀価格急落をきっかけに商品価格が全般に下落し、株安・ドル高も伴って投資家はリスク回避的な投資行動を見せ始めている。背景としては、米景気減速懸念や欧州債務問題の再燃への不安などが挙げられる。

暫くは、こうした不安材料に加え、6月のQE2終了に伴う流動性相場終焉の思惑などから、リスク回避的な動きがみられる可能性がある。ただし、世界景気については回復基調が続くと予想しており、年後半以降は、企業業績の改善に伴った株価の上昇と米金融政策の転換を織り込む形での長期金利上昇が見込まれる。リスクファクターとしては、米当局の規制強化を受けた商品相場の更なる急落、ギリシャの債務再編の思惑による金融不安の高まり、金融引き締めによる新興国の景気減速などが考えられる。

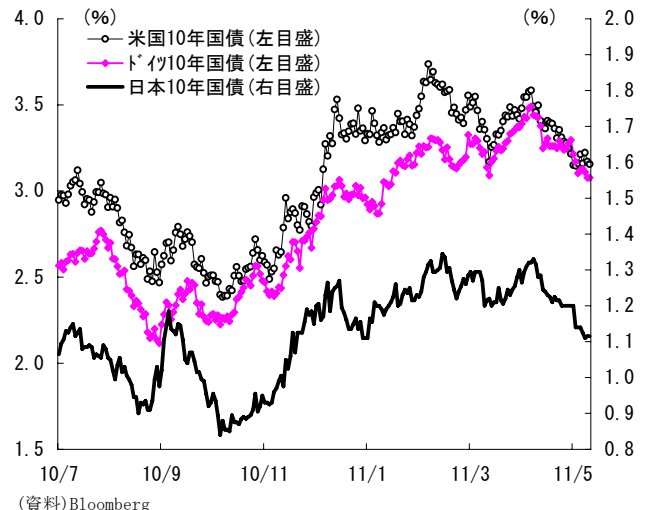
日米とも当面の緩和政策が維持される公算だが、米国は来年に向けて出口へ

金融政策については、新興国の相次ぐ金融引き締めが続いてECBも4月に利上げを実施したが、日米では緩和政策が維持された。米国については、4月のFOMC声明文とその後のバーナンキ議長の記者会見で6月末にQE2は予定通り終了する一方、再投資策は維持されることが示された。当面は金融緩和が維持される見通しであるが、失業率の低下とインフレ率の上昇に伴って来年に向けて出口戦略が開始され、来年後半にかけては利上げが模索されていくことになろう。

図表 49 リスク資産価格とドル相場



図表 50 長期金利の推移



日本銀行は、東日本大震災後、金融市場の混乱を回避すべく追加の金融緩和策を決定した。具体的には、資産買入れ等の基金を5兆円増額し、40兆円程度とするとともに、短期金融市場に大量の資金供給を行った。震災の景気への影響を回避すべく、日銀は当面「包括緩和」を維持すると考えられる。4月の展望レポートでは、2011年度の成長率見通しを+1.6%から+0.6%に下方修正し、物価見通しを+0.3%から+0.7%に上方修正した。2012年度の物価上昇率は+0.7%とする一方、政策変更にあたっての物価上昇率を「中心で1%程度」としていることから、少なくとも2013年度までは実質ゼロ金利が続けられる可能性が高い。

国内長期金利は、当面は低位での推移が続く公算だが、財政懸念の高まりには留意が必要

国内の長期金利は、東日本大震災後の復興予算に伴う財政悪化を懸念した長期ゾーンの金利上昇圧力が一服し、足元では、実体経済の悪化、米金利の低下等を受け、1.1%台前半まで低下している。当面、2次補正予算、社会保障と税の一体改革の議論の行方を睨みつつ、1%前半での推移が続く見込みである。1次補正予算で国債の増発がなかったこと等から市場の関心は財政悪化懸念から実体経済の悪化に向かっているが、2次補正予算等の議論次第では、再度財政悪化懸念を材料に金利が一時的に不安定な動きとなる可能性も考えられる。

国内株式相場は、当面は上値の重く、年後半以降は緩やかな上昇を予想

国内株式相場は、震災を受けた急落後、好決算を受けた米国株高や国内生産の底打ち期待などを背景に上昇し、日経平均で一時10,000円台を回復した。ただし、足元は、景気の先行き不安や商品価格急落を受けた世界的な流動性相場終焉への懸念から上値の重い展開となっている。今後については、消費マインドの落ち込みやサプライチェーン問題などによる企業業績の不透明感を背景に当面は上値の抑制された展開を予想する。ただし、年後半以降は生産回復や復興需要などによる業績改善が見込まれ、相場は徐々に上昇基調に転じていくと予想している。

ドル円相場は、当面レンジ推移、米金政策の変更が意識され始めれば、緩やかな円安へ

為替市場では、ドル円相場は震災直後の円高進行を除けば、概ね80円台前半でのレンジ相場が続いた。今後についても、当面は方向感が出難い展開が続く見通しである。来年にかけては、米金融政策の転換に伴って日米金利差の拡大が見込まれ、ドル円相場も緩やかな円安基調を辿ると予想している。ユーロドルは当面は欧州債務問題とECBの利上げ観測が交錯し、もみ合いを想定しているが、来年は対ユーロでもドルが緩やかに上昇していく見込みである。

図表 51 各市場の見通し

|                      | 2011/<br>1-3 | 4-6   | 7-9    | 10-12  | 2012/<br>1-3 | 4-6    | 7-9    | 10-12  | 2013/<br>1-3 |
|----------------------|--------------|-------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------------|
| 無担保コール0/N<br>(末値、%)  | 0~0.1        | 0~0.1 | 0~0.1  | 0~0.1  | 0~0.1        | 0~0.1  | 0~0.1  | 0~0.1  | 0~0.1        |
| ユーロ円TIBOR<br>(3か月、%) | 0.34         | 0.31  | 0.30   | 0.30   | 0.30         | 0.30   | 0.30   | 0.30   | 0.35         |
| 金利スワップ<br>(5年、%)     | 0.67         | 0.58  | 0.60   | 0.65   | 0.70         | 0.75   | 0.85   | 0.90   | 0.95         |
| 新発国債<br>(10年、%)      | 1.24         | 1.19  | 1.20   | 1.25   | 1.30         | 1.35   | 1.45   | 1.50   | 1.55         |
| 日経平均株価<br>(円)        | 10,300       | 9,700 | 10,000 | 10,300 | 10,600       | 10,600 | 10,800 | 11,100 | 11,400       |
| ドル・円<br>(円/ドル)       | 82           | 83    | 83     | 85     | 86           | 87     | 88     | 90     | 92           |
| ユーロ・ドル<br>(ドル/ユーロ)   | 1.37         | 1.44  | 1.45   | 1.42   | 1.41         | 1.40   | 1.38   | 1.35   | 1.32         |

(注) シャドローは実績。予測値は期中平均。但し、無担保コール0/Nは期末値。ユーロ円TIBORは360日ベース。スワップ5年は6カ月LIBORに対する固定金利払。為替相場はニューヨーク終値ベース。



### 経済予測チーム

|         |             |              |                                  |
|---------|-------------|--------------|----------------------------------|
| 全体総括:   | 山本康雄        | 03(3591)1243 | yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp   |
| 米国経済:   | 小野亮         | 03(3591)1219 | makoto.ono@mizuho-ri.co.jp       |
|         | 服部直樹        | 03(3591)1199 | naoki.hattori@mizuho-ri.co.jp    |
| 欧州経済:   | 中村正嗣        | 03(3591)1265 | masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp |
| アジア経済:  | 稲垣博史(総括)    | 03(3591)1379 | hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp  |
|         | 伊藤信悟        | 03(3591)1378 | shingo.ito@mizuho-ri.co.jp       |
|         | 鈴木貴元(中国)    | 03(3591)1413 | takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp  |
| 日本経済:   | 大塚哲洋(外需)    | 03(3591)1283 | tetsuhiro.otsuka@mizuho-ri.co.jp |
|         | 千野珠衣(住宅・物価) | 03(3591)1294 | tamai.chino@mizuho-ri.co.jp      |
|         | 徳田秀信(政府)    | 03(3591)1298 | hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp  |
|         | 市川雄介(企業)    | 03(3591)1416 | yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp  |
|         | 風間春香(雇用・消費) | 03(3591)1418 | haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp    |
| 原油:     | 井上淳         | 03(3591)1197 | jun.inoue@mizuho-ri.co.jp        |
| 金融市場総括: | 武内浩二        | 03(3591)1244 | koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp    |

※ 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

**MIZUHO**

The logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved line that starts under the 'M', dips slightly, and then rises to end under the 'O'.