

## 内外景気動向と2011年度経済見通し

～原油価格の急騰と東日本大震災が波乱要因に～

調査研究部 木下 茂

### <世界経済概観>

#### ○2つの波乱要因が浮上

年末にかけて昨年春以降の景気減速局面脱却が期待されていた世界経済であったが、ここに来て①原油価格の急騰、②東日本大震災という2つの波乱要因が浮上している。基本的な認識としては、上記要因により世界経済全体の回復の動きが途切れる可能性は低いとみているが、とりわけ原油価格上昇については、後にみるように新興諸国へのマイナスの影響が大きいことから留意が必要である。

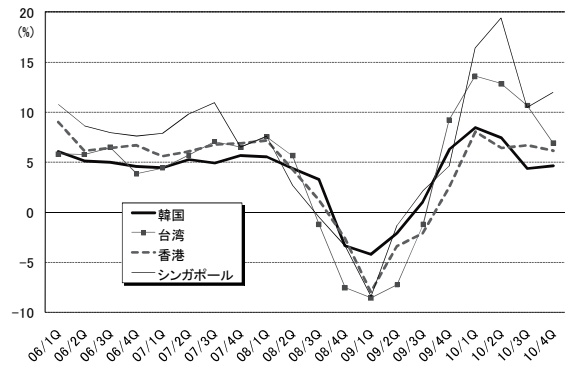
#### ○直近までは概ね持ち直し持続

ここで、上記2点についてみる前に、直近までに明らかになっている各国・地域の状況について概観しておこう。先進諸国については、アメリカ・ユーロ圏とも年末にかけてGDP成長率はプラスを維持した後、年明け後の月次統計も堅調な展開となっている。一方、日本については、10～12月期のマイナス成長の後持ち直しが期待されていたが、東日本大震災の影響で4～6月期にかけて経済活動の大幅な低下が懸念されているところである。

この間、アジア各国・新興諸国の状況を見ると、7～9月期から10～12月期にかけて成長率が加速した国がある一方、減速した国もあり、全体としてはまちまちの展開となった(第1～3図)。もっとも、世界的なハイテク産業の動向を示す、韓国IT業種の在庫・出荷バランスは年明けにかけても基本的には改

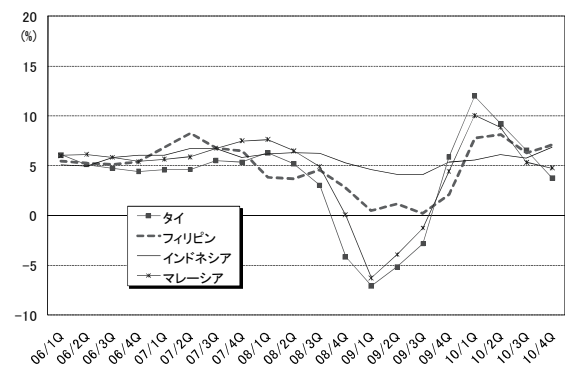
善基調が続いているとみられる(第4図)。

(第1図) アジア主要国の成長率の推移①  
(実質GDP前年比)



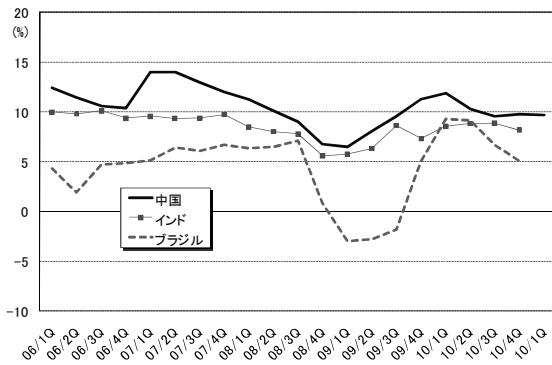
(注) 各国統計より作成

(第2図) アジア主要国の成長率の推移②  
(実質GDP前年比)



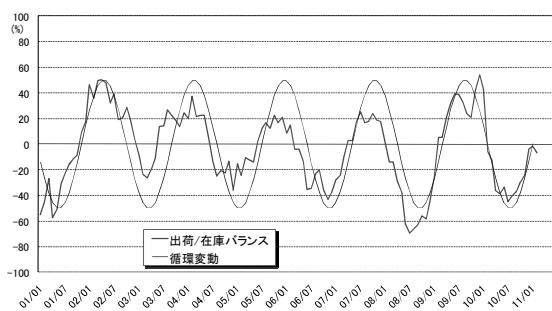
(注) 各国統計より作成

(第3図) 新興国成長率の推移 (実質GDP前年比)



(注) 各国統計より作成

(第4図) 韓国のIT業種における出荷/在庫バランスとその循環変動の推移



(注1) 「循環変動」は、周期22ヶ月のサインカーブ当てはめ

(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

○原油価格急騰の各国への影響度

さて、先進諸国の景気回復ペースが緩やかなものとなる中で、新興諸国を牽引役とする回復の構図が期待されてきたわけであるが、上述した原油価格上昇は、これが長期化した場合新興諸国経済の回復の足を引っ張る要因になるとみられる。原油価格上昇の各国経済に対する影響は一樣ではなく、基本的にエネルギー供給の対外依存度が高い国ほど不利に作用する。ここでは、前田(2005)を参考にして「正味原油輸入額/名目GDP」比率によ

り各国景気への影響度をみることにする(本比率は、一定の仮定のもとで原油価格1%の上昇が何%のGDP減少をもたらすかというGDPの原油価格弾力性に一致する)。

各国の値(第1表)をみると、日本など原油輸入額が多い国でマイナスインパクトが大きくなるのはもちろんであるが、アメリカ・中国など自身が産油国であってもネットで輸入超となっている場合にも同様にマイナスの影響を被ることになる。さらに、アジアなどの新興・高成長諸国にも原油輸入額の大きい国が多く、ここでの結果もそれを反映したものとなっている。総じて原油価格上昇のマイナスの影響は、相対的に新興国経済に強く出ることができ、このことは、原油価格上昇が長期化した場合現在の新興国主導の回復構図の持続性を危うくするとともに、新興国経済への依存度を高める先進諸国にとってもリスク要因となることを示している。

(第1表) 各国の鉱物性燃料輸入額/名目GDP比率(2009年、%)

フランス	2.1	タイ	8.3
ドイツ	2.5	フィリピン	4.3
イタリア	2.8		
日本	2.8	ブラジル	0.6
イギリス	0.5	インド	4.6
アメリカ	1.6	中国	2.1
韓国	8.2		
シンガポール	10.0		

(注) 国連貿易データより作成

○東日本大震災の影響

次に、世界経済の観点からみた東日本大震災の影響について考えてみよう。今回の震災をきっかけに、東北地方も製造業における幅

広いサプライチェーンの重要な一角を占めていることが改めて意識されたわけであるが、日本の主力産業ともいべき輸送機械・電気機械産業においてもその点で例外ではない。こうした分業体制は世界規模で構築されているため、どこかで部品などの出荷が滞れば、生産全体がストップしやすいという脆弱さを抱えている点は各種報道などでも指摘されているところである。

このことは、日本の東北地方で生産される部品などの出荷が停滞した場合、海外での現地販売・生産に支障が出るなど供給面で当該国の景気制約要因になりやすいことを示している。こうしたサプライチェーンの停滞は、各企業の復旧・生産代替努力により長期化することは考えにくいものの、世界経済の持ち直しを遅らせる一定の下押し要因になることは避けられないとみられる。

## <米国経済>

### ○堅調な回復続く米国経済

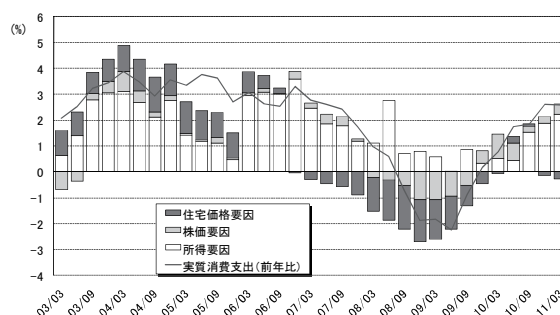
昨年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.1%と堅調な回復ぶりを示したが、年明け以降の景気推移についても、各種月次指標の動きからみて順調な展開になっているようだ。以下、主な項目について概観する。

### ○所得増、株高が消費押し上げ要因に

個人消費は10～12月期のクリスマス商戦が好調な結果に終わったこともあり、前期から伸びが加速した。背景には株価上昇を通じた資産効果による押し上げがあったとみられるほか、雇用の改善などを反映して所得の増加も寄与した。消費関数による要因分解図をみ

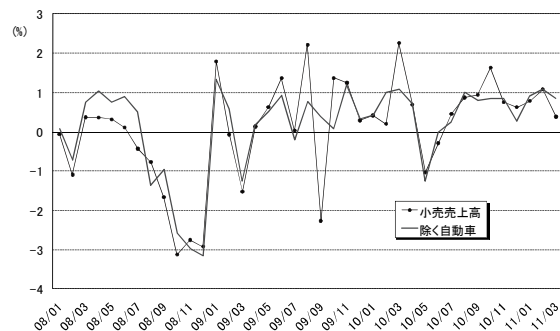
ると、住宅価格の下落が逆資産効果として作用しているものの、所得と株価によるプラス寄与がそれを上回っている（第5図）。

（第5図）消費関数による個人消費の変動要因分解



（注）米商務省、トムソンロイターのデータより作成

（第6図）小売売上高の推移（前月比）

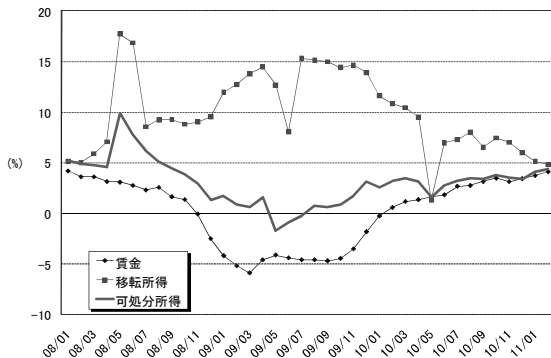


（注）米商務省資料より作成

ここで、家計所得の内容についてみると、景気対策による移転所得のネットプラス効果（年明け以降は社会保険料引き下げ）が引き続き所得を下支えしている一方で、賃金所得の緩やかな増加が続いており、可処分所得全体としても上向いている（第7図）。今後も昨年末に成立した景気対策による個人所得押し上げ効果が続く一方、雇用情勢の改善を反映して賃金増加も続くこととみられることか

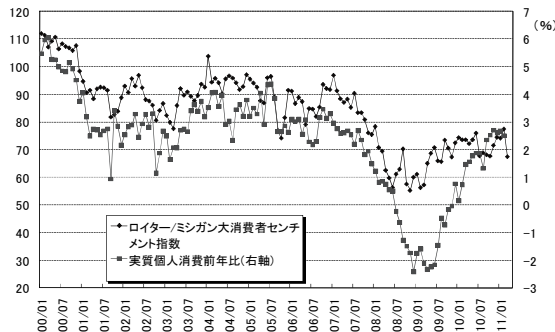
ら、消費の回復が期待できよう。もっとも、ここにきてのエネルギー価格の高騰は、家計の実質購買力を低下させることから、目先的にネガティブに作用する(第8図)。この点は年前半の消費を抑える要因となろう。

(第7図) 米家計所得の推移(前年比)



(注) 米商務省資料より作成

(第8図) 消費者マインド指標と実際の消費推移



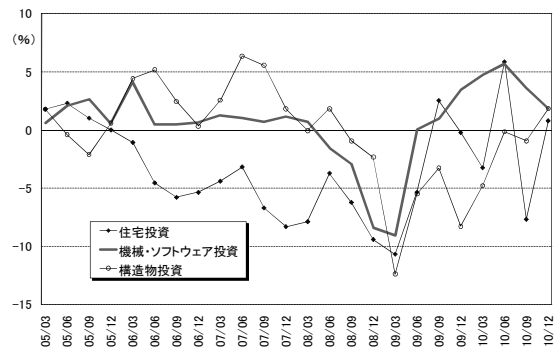
(注) トムソンロイターのデータより作成

○設備投資は機械設備が堅調持続

企業の設備投資は、機械投資と構築物投資で強弱が分かれた展開が持続している(第9図)。短期的な稼働率の上昇の影響を受けやすい機械設備投資については堅調な増加が続いている一方、構築物投資は銀行貸出の低迷も

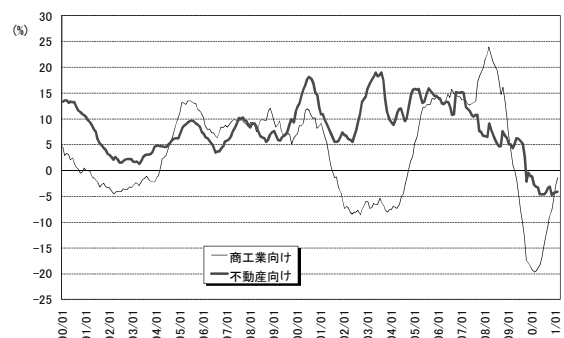
あり低い伸びにとどまっている。銀行の貸出スタンスは全体としては緩和方向に変化してきているが、実際の貸出はようやく下げ止まりつつある段階である(第10図)。不動産市況が安定しないと銀行としても融資を増やしづらいとみられ、金融面からの制約がこの分野の重石になるとみられる。

(第9図) 形態別設備投資の動向(前期比)



(注) 米商務省資料より作成

(第10図) 米銀の貸出動向(前年比)



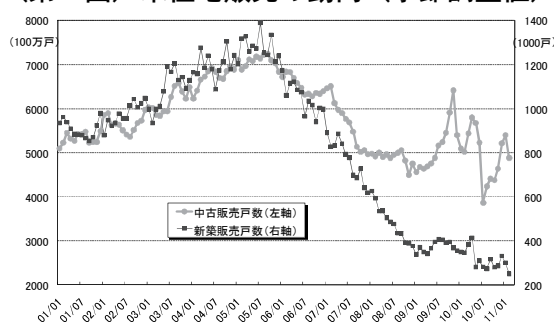
(注) FRB資料より作成

○住宅投資は停滞続く

月次の住宅販売指標をみると、中古住宅は下げ止まりの動きになっているものの、新築については底割れの状況となっている(第11図)。この間在庫水準も高止まっており、このことが住宅価格の下落持続につながっている

とみられる(第12図)。住宅価格については、一時下げ止まりからやや上向きの推移となっていたが、これはFRBによるMBS買い入れ、政府の住宅購入優遇措置の影響が大きかったとみられ、これらの措置が終了すると再び弱含みの動きに転じている。

(第11図) 米住宅販売の動向(季節調整値)



(注) トムソンロイターのデータより作成

(第12図) 住宅価格と新築住宅在庫率の推移

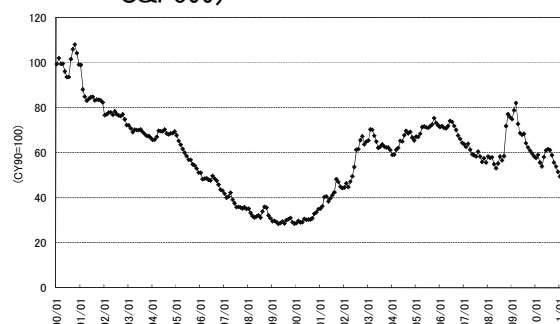


(注) トムソンロイターのデータより作成

住宅価格の水準については例えば株価との比較でみると(第13図)、一定の価格調整が進展したとみられるものの、大規模なバブル崩壊の後だけに下落が長期化しているということであろう。所得の増加、人口増など中期的なファンダメンタルズ要因からみれば決して悪い環境ではないが、企業の構築物投資同様

金融面での阻害要因が剥落するまでは軟調な展開を余儀なくされるとみられる。

(第13図) 住宅価格/株価指数の相対価格推移 (S&Pケースシラー10都市指数/S&P500)



(注) トムソンロイターのデータより作成

### ○貿易赤字は拡大傾向

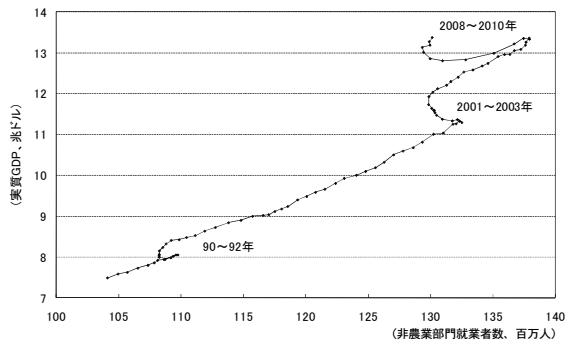
最近までのドル安傾向に加え、主なアメリカの輸出先(中南米、中国など)の景気が堅調であることを反映して輸出は増加傾向を維持している。足元についてはドル安傾向に歯止めがかかっているものの、その効果が顕在化するまでは一定のラグを伴うこと、輸出先景気の影響が相対的に大きいとみられることから、新興諸国景気が回復基調を維持するという前提のもとでは輸出の増勢は持続しよう。

この間、輸入は内需の緩やかな回復を反映して増加が続いている。結果としてリーマンショック後に大幅に縮小した貿易赤字は拡大傾向で推移していくとみられる。なお、短期的には、日本製部材などへの依存度が高い一部の産業分野において生産・販売活動が滞る可能性が高いが、この点は輸入減少を通じて貿易赤字拡大に対し一定の歯止め要因となる。

○緩やかな雇用回復続く

この間、雇用情勢についてみると、今回の景気回復局面において雇用の増加ペースが遅い、という指摘はしばしば聞かれるところである。実際、07年末からの景気後退期間中に累計で875万人の雇用減少が生じたにもかかわらず、その後の増加は直近までで149万人にとどまっている（非農業部門就業者ベース）。過去の景気回復局面においては概ね2年程度で直前のピーク水準を取り戻していたこと、実質GDP水準も昨年10～12月期においてリーマンショック前のレベルを回復していることなどからすれば、やはり今回の雇用回復力の弱さは否めない（第14図）。

（第14図） 就業者数と実質GDPの関係（1988 / 1 Q～2010 / 4 Q）



（注） 商務省、労働省資料より作成

景気回復の初期段階において、企業は生産性の改善を優先する傾向があるため、生産の増加に比べて雇用回復が遅れ気味になるというパターンは過去にもみられた現象である。ただ、今回についてはそうしたプロセスが通常よりも長引いているということであろう。とは言え、景気の回復が進展するに従い徐々に企業は雇用拡大スタンスを強めていくとみ

られる。特に現状は2年半前と同じ実質GDP水準を5%強少ない人員で実現していることになるが、これが持続するとは考えにくい。雇用回復ペースは徐々に早まっていこう。

○2010年も景気回復が持続

上述の点を踏まえた上で当面の見通しを考えた場合、住宅市場に脆弱さをはらむという基本的な流れに加え、日本からの部材輸出減による供給制約、燃料価格上昇によるマイナス効果といった短期的な波乱要因はあるものの、雇用情勢の改善を受けて消費が堅調を持続すること、企業設備が機械投資中心に増加すること、年末に成立した景気対策の効果が下支えとなると見込まれることなどから、米景気は回復が持続すると予想される。実質成長率は、10年の+2.9%の後11年は+2.5%と予想する。

○金融政策は現行スタンス維持の見込み

金融政策については、昨秋決定した量的緩和策第2弾（QE2）の実施以降、失業率の低下がみられたこと、インフレ率も上昇に転じていることから、出口戦略の行方についての思惑が台頭しているところである。失業率が低下しているといっても、依然高い水準にあることに変わりはなく、またインフレ率もエネルギー価格の上昇に引っ張られたものであることを考えれば、金融政策の正常化を急ぐ緊急性はないとの見方が可能である。

特に外生的な原油価格の上昇は、原油輸入国にとっては実質購買力の減少を通じて景気抑制的に作用する。エネルギー価格の上昇が賃金インフレを通じて、人々の広範なインフ

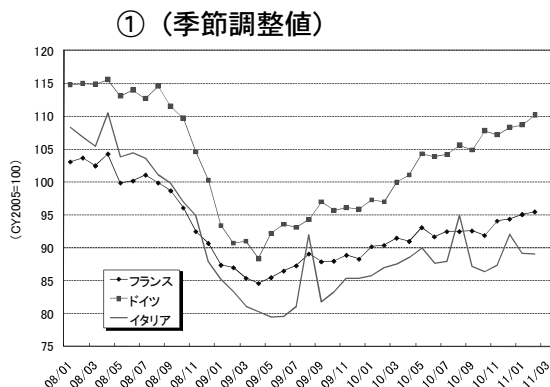
レ期待の醸成につながらない限り、利上げなどを急ぐ必要性は乏しいと考えられる。FRBとしては、当面インフレと雇用動向を見極めつつ現状のスタンスを継続する可能性が高いと思われる。

### <ユーロ圏経済>

#### ○コア国と周辺諸国で二極化続く

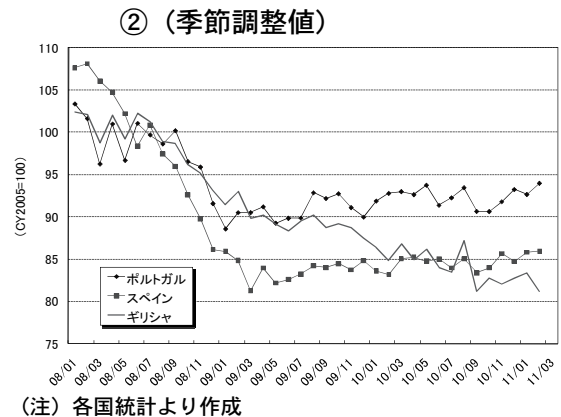
ユーロ圏景気は年明け後も緩やかな回復が続いたとみられる。景気推移を月次の鉱工業生産統計で国別にみると、ドイツ・フランスなどコア国の回復は持続している一方で、財政再建が課題となっている諸国は低迷が続いていることがわかる(第15～16図)。昨年前半に大きく下落したユーロ相場は、足元反発気味の推移となっている。このため、ここからの追加的な輸出刺激効果は限定的になるとみられ、今後は財政引き締めによる下押し圧力が強まってくるものと予想される。

(第15図) ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移



(注) 各国統計より作成

(第16図) ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移



(注) 各国統計より作成

#### ○ユーロ安効果は一巡

当面の景気のパスについては、ユーロ安による輸出刺激効果の一巡、昨年の堅調な内需増加の反動、財政再建の下押し圧力などから、今年前半にかけて成長ペースはやや鈍化しよう。通年での成長率は10年の+1.8%の後、11年は+1.9%になると予想される。大枠としては緩やかな景気回復が続くという構図に変化はないとみられる。

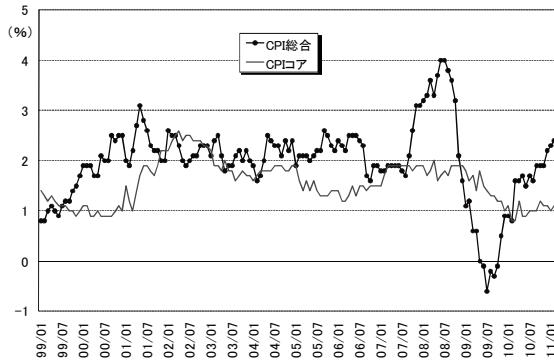
#### ○ECBはインフレ率上昇を受けて利上げを実施

金融政策については、ECBは4月8日の理事会で政策金利の0.25%引き上げを決定した。トリシェ総裁は、当日の記者会見でインフレ期待の抑制を強調している。ここでユーロ圏のインフレデータをみると(第17図)、ECBの目標水準である2%を上回って推移しており、物価安定重視のECBとしては放置できなかったということであろう。コアインフレ率は依然安定推移しているが、ECBの場合総合物価を監視対象としている点が日米などとの相違である。

基本的にはドイツなど景気好調なコア国に

賃金上昇率が徐々に上昇していく中で、賃金インフレを通じた物価上昇期待の定着をECBは避けたい意向とみられ、差し当たりは夏場にかけてもう一段の利上げ（0.25%）を予想する。周辺国などの景気低迷や財政赤字削減の効果顕在化を考慮すれば、連続的な利上げの実施はしづらいと考えられる。

（第17図）ユーロ圏インフレ率の推移



（注）ユーロスタットのデータより作成

### ○ポルトガルが金融支援を要請

これに先立ち、ポルトガルはEU、IMFなどに金融支援要請を行った。2010年の財政赤字が目標未達に終わったこと、財政赤字削減策が議会で否決され、ソクラテス首相が辞任を表明したこと、これを受けて総選挙が行われることとなり、政局不安から格付け機関が相次いで格下げ発表を行ったことなどから、市場ではポルトガルの金融支援要請は時間の問題とみていたため、サプライズなしと受け止められたもようである。現状ではスペインなどの他の南欧諸国に金利上昇が伝播する動きになっておらず、市場では、金融支援を受けた諸国とその他の国々を区別しているようである。もっとも、金融支援を受け入れた諸

国も、現在の低成長が持続すれば債務返済にいずれ支障が出てくるため、将来的には債務再編などの議論が必要となろう。

## ＜中国経済＞

### ○人民銀行は今年2度目の利上げを実施

中国の今年1～3月期の実質GDPは前年比9.7%増加し、前期の同+9.8%ほぼ同水準の伸びとなった。年明け後の経済指標をみても回復傾向に変化はないようだ。

一方でCPI前年比上昇率が1・2月に+4.9%と高い水準となったことを受け、人民銀行は4月5日今年2回目となる政策金利引き上げに踏み切った（その後発表された3月データは同+5.4%）。利上げ後の1年物貸出金利は3.25%となったが、依然として消費者物価上昇率との対比では実質マイナス金利となっており、緩和的な環境であることは変わりない。一方で、財政面では今年も固定投資の拡大方針が維持されており、財政が拡大する中で金融政策によりインフレを押し込まねばならない状況になっている。基本的には金融引き締めを通じたマネーサプライの鈍化はいずれインフレ率の沈静化につながることを期待できるため、いわゆるハードランディングにはならないとの見通しを維持しておきたい。

### ○人民元は徐々に上昇

この間、昨年6月に変動幅の弾力化がアナウンスされた人民元相場は当初こそ緩やかな上昇にとどまっていたが、直近では上昇傾向が明瞭になっている。こうした為替レートの上昇の中国輸出への影響を調べるため、輸出

関数を推計してみると、価格弾性値は約1程度との計測結果が得られた(第2表)。足元の中国輸出の伸びは高水準であるが、いずれ価格競争力の悪化効果から輸出の伸びは一定程度鈍化してくることが予想される。このことは、国内投資を政策上大幅に鈍化させることが難しい中で、景気の過熱を防ぐという意味においてむしろポジティブに捉えられよう。

(第2表) 中国実質輸出関数の推計(前年比)

定数項	OECD景気先行指数	実質実効元レート	修正済R <sup>2</sup>
-243.041	2.605 (7.145)	-1.077 (-7.596)	0.454

(注1) 計測期間：1995/01~2010/12

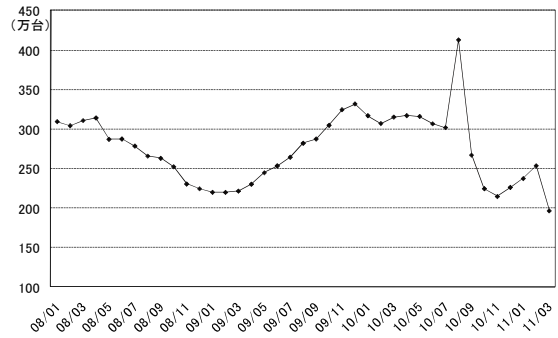
(注2) BIS、トムソンロイターのデータより作成

## <国内経済>

### ○東日本大震災により状況は一変

昨年春以降の減速局面を年明けにかけて脱しつつあった日本経済であるが、3月11日に発生した東日本大震災により状況は一変した。3月の経済情勢を示すマクロ統計はまだ少ないが、乗用車販売やマインド統計は大幅に悪化している(第18~20図)。特に、景気ウォッチャー調査における東北・北海道からの報告をみると、震災の直接的な影響についてのコメントに加えて、原発事故による風評被害の影響を懸念する回答も小売、ホテル、農林水産業などを中心に多くあがっている。以下では、震災の影響とそれを受けた今後の景気のパスについて現時点で入手可能な情報に基づいて検討する。

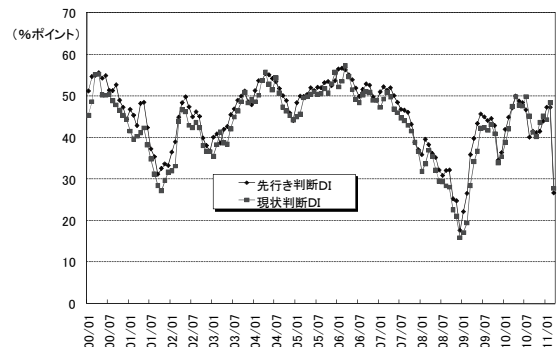
(第18図) 乗用車販売の推移(季調済年率換算値)



(注1) 季節調整値はJ A 共済総研で作成

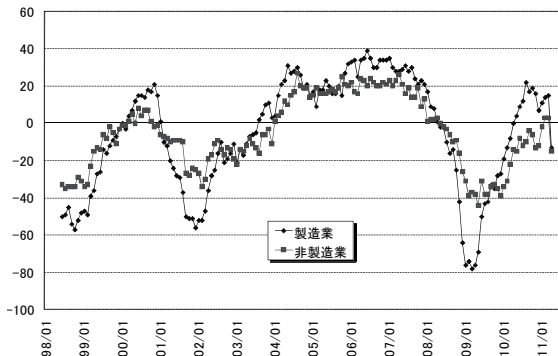
(注2) INDBのデータより作成

(第19図) 景気ウォッチャー調査DIの推移



(注) 内閣府資料より作成

(第20図) ロイター短観DI(現況判断、400社ベース)の推移



(注) トムソンロイターのデータより作成

○震災による直接被害とその後の復興需要

現時点で、東日本大震災による民間企業設備ストックやインフラなどの明確な被害額は不明であるが、内閣府は3月の月例経済報告において、社会全体のストックについて16～25兆円、民間企業設備について9～16兆円とやや幅をもって推計値を示している。95年の阪神淡路大震災でのストック毀損額は約9.6兆円であり、これと比べても多大な損害が見積もられていることがわかる。ここで、仮に民間設備の毀損額を10兆円とすれば、民間企業設備ストック約1200兆円の0.8%となるため、これに資本分配率(0.3)を乗じれば、潜在供給力の低下は0.3%程度と試算される。

一方、今後この失われたストックを復興していく需要分がフローの景気押し上げ要因となる。仮に社会全体の被害額を15兆円としてこれを5年程度で回復していくものと仮定すれば、年あたり3兆円程度の上乗せ要因になると想定される。

○サプライチェーン寸断の影響

被害の大きかった東北3県(岩手、宮城、福島)の県内総生産は95年当時の兵庫県とほぼ同規模であるが、異なる点としては、東北地方にITを中心として産業が集積していることがあげられる(第3表)。これにより、サプライチェーンの寸断を通じて企業の生産活動全般に支障をきたしている点は既に各種報道などで指摘されているとおりである。直接的な生産設備の被災に加えて、こうした供給体制の寸断による生産活動停止の影響は、四半期でみた場合には4～6月期の統計に集中

的に反映されると考えられる。

(第3表) 岩手・宮城・福島県の工業品出荷  
(2009年の対全国シェア、%)

合計	3.7
食料品	5.1
飲料・たばこ・飼料	6.0
繊維工業品	1.8
木材・木製品	7.9
家具・装備品	3.9
バルブ・紙・紙加工品	6.0
印刷・同関連品	3.8
化学工業製品	2.5
石油製品・石炭製品	0.3
プラスチック製品	3.3
ゴム製品	7.4
なめし革・同製品・毛皮	4.7
窯業・土石製品	4.5
鉄鋼	2.0
非鉄金属	3.4
金属製品	4.0
はん用機械器具	2.1
生産用機械器具	2.7
業務用機械器具	4.2
電子部品・デバイス・電子回路	7.4
電気機械器具	3.3
情報通信機械器具	8.1
輸送用機械器具	2.0
その他の製品	3.3

(注) 経済産業省「工業統計調査」より作成

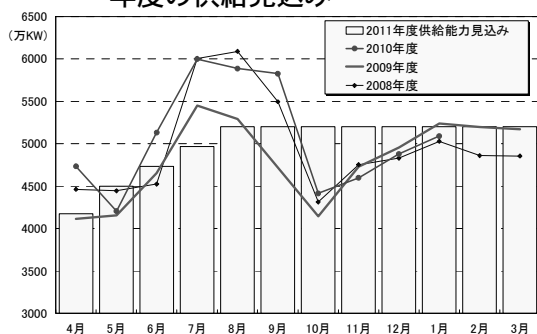
○電力不足の押し下げ効果

上述の事情に加え、福島原発の停止に伴う東京電力の電力供給力低下の影響も懸念される。東電の供給力は一時3500万kw程度まで低下したものの、7月末までに5200万kwまで回復する見込みである(第21図)。ただ、その場合でも夏場には最大需要で計算して昨年度比10～17%強の電力不足が見込まれることになる。これに、東京・東北電力の全国シェア41.8%と、生産関数推計によるGDPの電力弾性値の計測値0.31(第4表)を乗ずれば、

この期のGDP押し下げ効果は1.5%程度と試算できる。

もっとも、これはあくまでピーク需要対比でみた電力不足をベースとした試算であり、今後の企業の節電努力、東電管内からの生産拠点シフト、昼間ピーク回避のための夜間操業などにより、実際の電力不足は想定を下回る可能性もあることから、上での試算結果がそのまま顕在化するとは考えにくい。とは言え、年後半の復興需要顕在化の過程において、潜在供給力の制約要因として一定の重石になる点にはやはり留意する必要があるだろう。

(第21図) 東京電力の月別最大電力需要と11年度の供給見込み



(注) 電気事業連合会「電灯電力需要実績」のデータ、報道情報などより作成

(第4表) 電力を生産要素とした生産関数推計

定数項	$\alpha$	$\beta$	修正済R <sup>2</sup>
0.966	0.311 (3.686)	0.003 (6.407)	0.971

(注1) 電力と労働を生産要素としたコブ=ダグラス型生産関数を仮定

(注2) 推計式は、 $\ln(Y/LH) = \text{const.} + \alpha \ln(E/LH) + \beta \text{time}$

(注3) Y: 実質GDP、LH: 労働投入量、E: 電力消費量、time: タイムトレンド

(注4) 計測期間: 1995/1Q~2010/4Q

(注5) 内閣府、厚生労働省、電気事業連合会のデータより作成

### ○今後の景気展開

以上の要因を勘案しつつ、これまで以上の原発による被害拡大がないという前提で当面の景気パスを予想すれば、まず、生産設備の被災と供給体制の寸断による生産停止、消費者の自粛ムードなどの影響は四半期では4~6月期に集中的にあらわれるとみられ、同期の大幅マイナス成長は避けられないものの、7~9月期以降は復興需要の顕在化からプラス成長に復帰し、年度後半にかけて景気は盛り返していくとみる。成長率見通しは、10年度+2.9%のあと、11年度は+0.8%と通年ではプラス成長を維持する見込みである。以下では需要項目別に概観する。

### ○個人消費は停滞続く

もともと11年度に入ってから個人消費は、10年度中のエコカー補助金、家電エコポイント制度の終了に伴う反動減から低めの伸びが予想されていたが、今回の震災に伴うマインドの低下から年度全体でマイナス成長を見込む。3月中は首都圏を中心とした日用品・食料品の買い貯め需要からコンビニの売上堅調が伝えられているが、一方で乗用車販売や百貨店売り上げは大幅減少となっている。また、企業の生産活動休止も所得面からの下押し要因となり、当面個人消費は停滞が予想される。

### ○民間住宅・設備投資は年度後半に復興需要が顕在化する見込み

両項目とも4~6月期の落ち込みの後、7~9月期以降は復興需要の顕在化により年度後半にかけての景気押し上げ要因になると見

込む。ただ、電力供給の制約や福島原発問題の長期化などから企業が生産拠点の海外移転を従来よりも加速した場合、国内設備投資は低調なままとどまるリスクがある。

### ○公共投資は大幅増加へ

もともと民主党政権下で11年度も公共投資削減が継続されると見込んでいたが、民間投資同様復興需要により大幅増加が予想される。現在議論されている補正予算については4兆円程度となるようであるが、被害の大きさからみて、11年度の補正予算規模は最終的に10兆円程度まで膨らむと見込まれる。こうした予算措置を受け、住宅・企業設備とともに景気押し上げに寄与するものと予想する。

### ○輸入増加から外需は縮小

輸出については、年前半は生産設備被災による生産活動停止の影響から輸出余力が低下し、落ち込むものの、年度後半にかけては世界経済の順調な拡大を前提として緩やかな回復を見込む。輸入については国内生産からの海外製品への代替や火力発電所稼働増に伴う原油需要の増大から、輸出を上回る伸びになるものと予想される。この結果、ネットの外需寄与は縮小が見込まれる。

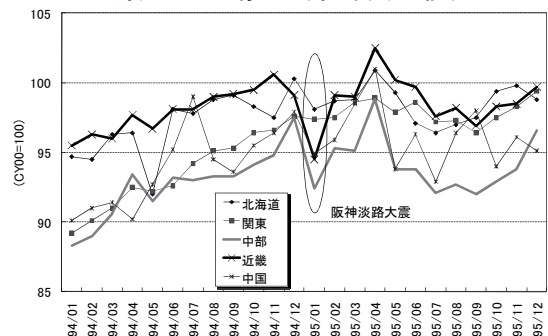
### ○4～6月期の落ち込みの後、復興需要から回復へ

以上、年前半は大幅な成長率低下が避けられないものの、後半にかけて徐々に盛り返していく姿を予想している。震災以前のコンセンサスとしては、昨年春からの減速局面を年明け以降脱却していく見通しになっていたと

思われるが、今回の震災の影響により、そのタイミングが後ずれするイメージになる。

95年の阪神淡路大震災の際は震災被害が兵庫県に集中し、生産設備の被災は今回ほど深刻なものではなかったことなどから、港湾などの物流が回復した後は、生産活動などが比較的早く回復していた(第22図)。これに対し、今回は被害が広範囲にわたっているほか、上述の電力などの制約要因もあり、95年時よりも回復に手間取るリスクがあるとみられる。

(第22図) 阪神淡路大震災前後の地区別鉱工業生産の動き (季節調整値)



(注) 経済産業省資料より作成

### ○金融政策は量的緩和強化の可能性も

日銀は今回の震災を受け、4月6～7日の決定会合で低利融資制度導入など金融面の支援策を決定した。今後、震災の影響が顕在化した段階で景気下支えのため量的金融緩和が強化される可能性がある。

### ○原油・為替相場

原油価格については中東情勢の緊張から急騰したが、政変の動きはリビアなど相対的に生産量の少ない国にとどまっており、実態として原油供給に支障が生じているとは考えに

くい。足元の上昇は基本的にQE2などによる過剰流動性増加を反映したものとみられ、こうした要因はいずれ剥落することから、原油価格も現状の水準が定着するとは予想されず、今後低下に向かうと見込まれる。

為替市場については、目先米国の金融緩和スタンスが維持されるとみられることから、11年半ばにかけては円高が続くものの、その後は徐々にドル安気味の推移を予想する。

(2011. 4. 15 記)

(第5表) 経済見通し主要指標

(前年比、%)

	09年度	10年度 (予)	11年度 (予)
実質GDP	-2.4	2.9	0.8
個人消費	0.0	1.1	-0.7
住宅投資	-18.2	-0.3	5.2
設備投資	-13.6	4.9	3.1
政府消費	3.4	2.0	1.9
公共投資	14.2	-8.6	7.1
輸出	-9.6	17.1	1.8
輸入	-11.0	10.7	3.1
CPI(コア)	-1.6	-0.8	0.1
アメリカ実質GDP	-2.6	2.9	2.5
ユーロ圏実質GDP	-4.1	1.8	1.9

(注1) アメリカ、ユーロ圏は暦年、10年は実績

(注2) 内閣府、総務省、各国統計などより作成

#### 参考文献

前田章(2005)『GDP・物価の国際原油価格弾力性とその変遷 (ESRI Discussion Paper Series No.142)』内閣府経済社会総合研究所