

2010 年度～2012 年度の経済見通し

『2011 年度成長率見通しを 0.4%ポイント下方修正』

2010 年度実質 GDP 成長率 : +2.8%

2011 年度実質 GDP 成長率 : +1.1%

2012 年度実質 GDP 成長率 : +2.6%

2011 年 3 月 17 日

野村證券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

被災地域の方々、関係者の方々に心よりお見舞い申し上げます。

日本経済の予測要約表

[2011年3月17日時点]

[2011年3月10日時点の予測値からの改定幅]

		10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)	10暦年 (予)	11暦年 (予)	12暦年 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)	10暦年 (予)	11暦年 (予)	12暦年 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	2.8	1.1	2.6	3.9	0.9	2.5	-0.1	-0.4	0.3	0.0	-0.4	0.3
	＜内需寄与度＞	1.6	1.2	1.9	2.1	1.0	2.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.3
	＜民間内需＞	1.5	0.7	2.0	1.8	0.7	1.7	0.0	-0.6	0.2	0.0	-0.5	-0.1
	＜公的内需＞	0.0	0.5	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.0	0.5	0.0	0.0	0.3	0.4
	＜外需寄与度＞	1.3	-0.1	0.6	1.8	-0.1	0.5	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.1
	民間最終消費支出	1.1	-0.1	1.3	1.8	-0.3	1.0	0.0	-0.5	0.1	0.0	-0.5	-0.1
	民間住宅投資	-0.3	4.5	3.1	-6.3	4.8	3.4	-0.1	-0.6	0.7	0.0	-0.7	0.5
	民間企業設備投資	5.3	4.6	6.3	2.1	4.6	6.2	0.0	-0.3	0.0	0.0	-0.2	-0.2
	民間在庫品増減＜寄与度＞	0.6	0.0	0.2	0.6	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1
	政府消費	2.1	1.0	0.5	2.3	1.3	0.5	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.2	-0.2
	公的固定資本形成	-8.0	7.6	-4.2	-3.2	1.2	4.8	0.0	11.9	1.3	0.0	5.7	11.4
	財貨・サービス輸出	17.3	5.7	7.8	24.0	5.5	7.9	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.1
	財貨・サービス輸入	11.5	8.9	5.5	9.8	9.4	6.7	0.3	2.3	-1.1	0.0	2.1	0.1
	名目国内総支出	1.0	0.5	2.5	1.8	0.0	2.2	-0.1	-0.3	0.3	0.0	-0.4	0.2
生 産 ・ 物 価	GDPデフレーター	-1.7	-0.6	-0.1	-2.1	-0.9	-0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
	鉱工業生産	9.5	3.5	7.2	15.9	2.3	6.8	0.0	-0.6	0.4	0.0	-0.6	0.2
	国内企業物価	0.7	2.3	1.6	-0.2	2.2	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	消費者物価	-0.4	0.5	0.5	-0.7	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	除く生鮮食品	-0.8	0.4	0.4	-1.0	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	除く生鮮食品(新基準)	-1.0	-0.1	-0.1	-1.0	-0.4	-0.1						
	完全失業率(%)	5.1	4.7	4.2	5.1	4.8	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	5.8	4.3	4.4	6.8	4.4	4.2	-0.2	-1.3	-0.7	0.0	-1.1	-1.1
	貿易収支(兆円)	7.2	5.9	6.1	8.0	6.0	5.9	-0.2	-1.2	-0.6	0.0	-0.9	-1.0
	貿易・サービス収支(兆円)	5.8	3.7	4.9	6.5	3.8	4.3	-0.2	-1.6	-1.1	0.0	-1.3	-1.6
	経常収支(兆円)	16.4	15.4	18.2	17.1	15.5	16.6	-0.2	-2.1	-2.6	0.0	-1.3	-3.1

(注) 1. 別段の記載がない限り、前年(度)比%。

2. -0.0 の場合も 0.0 と表示している。

3. 「除く生鮮食品(新基準)」は、2011 年 8 月に実施される消費者物価の基準改定による影響を加味した予測値。

(出所) 野村證券金融経済研究所

経済見通し前提表

	2010年度	2011年度	2012年度
ドル円相場(年度平均)	86.0	89.0	92.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0-0.10	0-0.10	0-0.10
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0	5.0
WTI(年度平均、ドル/バレル)	86.0	106.0	108.0

(注) WTI: 米国軽質原油

(出所) 野村證券金融経済研究所

四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2000年連鎖価格10億円)

	10年 7-9	10-12	11年 1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	12年 1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	13年 1-3(予)
民間最終消費支出	309800.1	307266.7	307174.5	306805.9	306621.8	307541.7	308679.6	309574.8	310751.2	311932.0	312992.6
(前期比)	0.9	-0.8	0.0	-0.1	-0.1	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
(前年同期比)	2.5	0.5	0.0	-0.1	-1.0	0.1	0.5	0.9	1.3	1.4	1.4
民間住宅投資	12369.6	12732.2	12801.9	12899.2	12991.3	13158.3	13291.2	13376.6	13439.7	13528.0	13605.3
(前期比)	1.8	2.9	0.5	0.8	0.7	1.3	1.0	0.6	0.5	0.7	0.6
(前年同期比)	-1.3	6.3	5.0	6.2	5.0	3.3	3.8	3.7	3.5	2.8	2.4
民間企業設備投資	74177.3	74543.7	75177.4	76021.9	76949.0	78145.3	79413.8	80778.6	81991.3	83146.2	84152.2
(前期比)	1.4	0.5	0.9	1.1	1.2	1.6	1.6	1.7	1.5	1.4	1.2
(前年同期比)	6.6	5.5	5.7	3.9	3.7	4.8	5.6	6.3	6.6	6.4	6.0
民間在庫投資	-1457.8	11.0	-600.0	-1800.0	-500.0	-1250.0	-1150.0	-650.0	-150.0	350.0	1100.0
<前期比寄与度>	0.3	0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	102620.3	102924.5	103082.7	103987.9	103728.3	103653.2	103790.9	103977.4	104223.4	104343.6	104504.0
(前期比)	0.3	0.3	0.2	0.9	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2
(前年同期比)	2.1	1.5	1.9	1.6	1.1	0.7	0.7	0.0	0.5	0.7	0.7
公的固定資本投資	19697.7	18601.0	19343.2	19895.3	19791.4	21014.7	22113.3	22110.2	20759.6	19427.0	18344.4
(前期比)	-2.0	-5.6	4.0	2.9	-0.5	6.2	5.2	0.0	-6.1	-6.4	-5.6
(前年同期比)	-4.6	-13.0	-7.7	-1.1	0.5	13.0	14.3	11.1	4.9	-7.6	-17.0
公的在庫投資	141.5	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9
<前期比寄与度>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	27100.2	26511.0	25545.4	25280.2	25834.1	26718.0	27297.3	27992.1	29081.3	30367.9	31742.8
<前期比寄与度>	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
(前期比)	-1.2	-2.2	-3.6	-1.0	2.2	3.4	2.2	2.5	3.9	4.4	4.5
(前年同期比)	48.9	21.0	0.6	-8.2	-4.4	0.9	6.8	10.8	12.4	13.6	16.4
輸出	85658.7	85003.5	86030.6	87588.2	89090.3	90885.4	92842.4	94508.0	96320.8	98016.2	99593.1
(前期比)	1.5	-0.8	1.2	1.8	1.7	2.0	2.2	1.8	1.9	1.8	1.6
(前年同期比)	21.3	13.2	7.4	3.8	4.0	6.9	7.9	7.9	8.1	7.8	7.3
輸入	58558.5	58492.5	60485.2	62308.0	63256.2	64167.4	65545.2	66515.9	67239.5	67648.3	67850.3
(前期比)	2.9	-0.1	3.4	3.0	1.5	1.4	2.1	1.5	1.1	0.6	0.3
(前年同期比)	11.5	9.9	10.5	9.5	8.0	9.7	8.4	6.8	6.3	5.4	3.5
実質国内総生産	543721.8	542005.4	542692.2	543261.0	545601.6	549189.9	553673.5	557421.0	560376.9	563394.4	566762.5
(前期比)	0.8	-0.3	0.1	0.1	0.4	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
(前期比年率)	3.3	-1.3	0.5	0.4	1.7	2.7	3.3	2.7	2.1	2.2	2.4
(前年同期比)	4.9	2.2	1.1	0.7	0.3	1.3	2.0	2.6	2.7	2.6	2.4
GDPデフレーター	88.4	88.1	88.2	87.9	87.6	87.5	87.8	87.6	87.5	87.6	88.0
(前年同期比)	-2.1	-1.6	-1.6	-0.8	-1.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	0.3
鉱工業生産(2005年=100)	94.0	92.5	95.0	95.5	96.5	98.2	100.1	102.1	104.0	105.4	106.8
(前期比)	-1.8	-1.6	2.7	0.5	1.1	1.7	2.0	1.9	1.8	1.4	1.3
(前年同期比)	13.5	4.9	0.8	-0.2	2.7	6.1	5.4	6.9	7.7	7.4	6.7
国内企業物価(2005年=100)	102.8	103.1	104.3	105.2	105.3	105.6	106.4	107.0	107.3	107.5	107.6
(前期比)	-0.2	0.3	1.1	0.9	0.1	0.3	0.8	0.6	0.2	0.2	0.1
(前年同期比)	-0.1	0.9	1.8	2.1	2.4	2.5	2.1	1.7	1.9	1.7	1.1
消費者物価指数(総合)	99.2	99.8	99.9	100.0	99.9	100.3	100.4	100.5	100.3	100.8	100.9
(2005年=100)	-0.3	0.6	0.1	0.1	-0.2	0.4	0.2	0.1	-0.2	0.4	0.2
(前年同期比)	-0.8	0.1	0.1	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
消費者物価指数(除く生鮮食品)	98.8	99.3	99.4	99.6	99.2	99.8	100.0	100.0	99.6	100.2	100.4
(2005年=100)	-0.5	0.5	0.1	0.1	-0.4	0.5	0.2	0.0	-0.4	0.5	0.2
(前年同期比)	-1.0	-0.5	-0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
完全失業率	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3	4.2	4.2

(注)1.断りがない限り、10 億円単位。比率は%。

2.2010 年 10-12 月期までは実績、それ以降は野村證券金融経済研究所予測。

3.-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

4.四半期の額、指数、失業率は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

(出所)内閣府、経済産業省、総務省、野村證券金融経済研究所

地震を受けて 2011 年度成長率見通しを 0.4%ポイント下方修正

- ▶▶ 2011 年度の実質 GDP 成長率見通しを+1.5%から+1.1%へ、2011 暦年については+1.3%から+0.9%へとそれぞれ 0.4%ポイント下方修正した。他方、2012 年度の実質 GDP 成長率見通しを+2.3%から+2.6%へ、2011 暦年については+2.2%から+2.5%へとそれぞれ 0.3%ポイント上方修正した。地震の影響で 2011 年 4-6 月期にかけて、実質 GDP の水準は約 0.6%押し下げられると予想した。今回の地震は未曾有の大惨事であり、経済に与える悪影響も軽微ではあり得ない。しかしその影響を、実質 GDP を 1 年間で 10.0%も減少させた 2008 年のリーマン・ショックと同列に考えるのは妥当ではない。
- ▶▶ 地震の経済効果を推定するための前提として、地震の被害総額、即ち資本ストック(民間企業資本ストック、住宅ストック、社会資本ストックの合計)毀損額は 12.7 兆円と、阪神・淡路大震災時を 3 割程度上回ると想定した。これは資本ストック全体の 0.7%に相当し、この資本ストック毀損で生産能力は 0.2%減少する計算になる。一時的な実質 GDP の落ち込みはこれを上回る可能性が高いが、この試算を踏まえると地震のみで景気の腰折れは起こり難いと判断できる。ちなみに復興需要は基本的には失われたストックの復元過程で生じるものであるから、ストック毀損規模が 12.7 兆円で中長期的な復興需要の規模が同額だとすれば、復興需要は名目 GDP 比約 2.6%に達する。
- ▶▶ 今回の地震は、国内政治情勢と財政政策に大きな影響を与えることが確実である。地震発生前には与野党間での激しい政治的対立が予算及び予算関連法の成立を妨げ、深刻な景気下振れリスクを生じさせていた。しかし、地震発生はこうした状況を一変させ、政治的対立は休止となる可能性が高い。改定経済見通しでは、阪神・淡路大震災時の約 2 倍である真水 6 兆円の復興関連支出が、2011 年度補正予算に盛り込まれることを想定した。補正予算編成は 2011 年 4-6 月期、7-9 月期、10-12 月期にそれぞれ 2 兆円規模で実施されるとした。これらの政策が景気に明確なプラス効果を生じさせるのは、2011 年 10-12 月期と見る。財政出動の相当部分は新規の国債発行で賄われよう。
- ▶▶ 地震の発生を受けて、日銀は危機対応姿勢を強めている。3 月 14 日には資産買入等の基金をリスク性資産の購入を中心に 5 兆円程度増額し、上限額を 40 兆円程度に増額することを決定した。株安の継続や円高の再燃など、金融市場が一層混迷を深める場合には、追加緩和が実施される可能性が高いと考える。

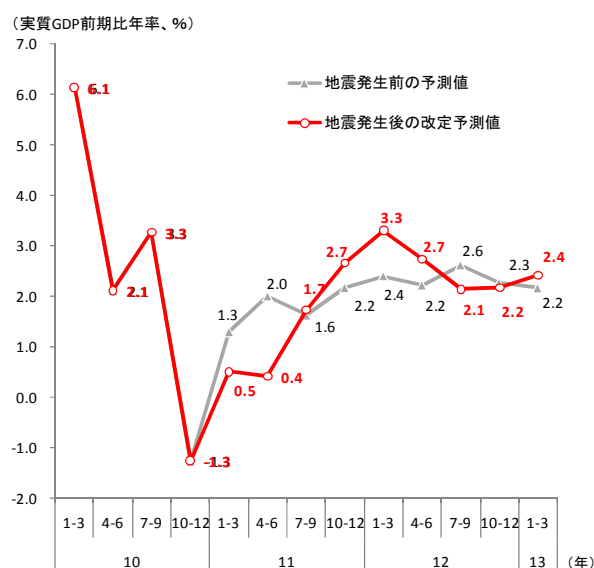
(1) 経済見通しの改定

2011 年度成長率見通しを 0.4%ポイント下方修正する

3 月 11 日に発生した東北地方太平洋沖地震の発生を受けて、野村証券金融経済研究所は日本経済見通しの改定をおこなった。2011 年度の実質 GDP 成長率見通しを+1.5%から+1.1%へ、2011 暦年については+1.3%から+0.9%へとそれぞれ 0.4%ポイント下方修正した。他方、2012 年度の実質 GDP 成長率見通しを+2.3%から+2.6%へ、2011 暦年については+2.2%から+2.5%へとそれぞれ 0.3%ポイント上方修正した(図表 1-1)。2011 年 4-6 月期にかけて、地震の影響により実質 GDP は約 0.6%押し下げられると予想した(図表 1-2)。

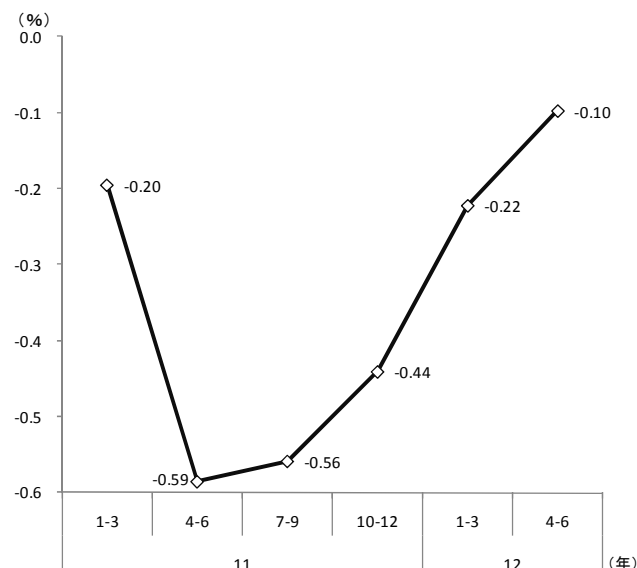
地震の影響のみで日本経済が腰折れする可能性は限られようが、踊り場脱却の時期は従来想定していた 2011 年 4-6 月期から 2011 年 7-9 月期あるいは 10-12 月期に後ずれすると考えられる。復興需要が高まり、国内経済の持ち直し傾向が明確に確認できるのは 2011 年 10-12 月期と予想する。

(図表 1-1) 実質 GDP 成長率予測値の改定



(出所)野村証券金融経済研究所作成

(図表 1-2) 地震が実質 GDP の水準に与える影響



(注) 数値は累積。
(出所)野村証券金融経済研究所作成

リーマン・ショックに匹敵するような景気悪化は起こらない

被災者の数が 1995 年の阪神・淡路大震災を大きく上回る見通しである中、今回の地震及び津波が日本経済に与える影響について、悲観論が数多く聞かれる。確かに今回の地震は未曾有の大惨事であり、経済に与える悪影響も軽微ではあり得ない。しかしながらその影響を、実質 GDP を 1 年間で合計 10.0%も減少させた、2008 年のリーマン・ショックと同列に考えるのは妥当ではない。

地震が経済活動に与える影響は、主に生産要素の破壊に伴う短期的な生産水準の低下と中長期的な復興需要からなる。双方を推定する際には、地震及び津波によって、資本ストック(民間企業資本ストック、住宅ストック、

野村証券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

社会資本ストックの合計) がどの程度失われたかが決定的に重要である。後に見るように、今回の地震によって 12.7 兆円の資本ストックが失われたと現時点では暫定的に想定している。これは日本の資本ストック全体の 0.7%に相当し、この資本ストックの毀損により生産能力は 0.2%減少する計算になる。

部品調達の難しさなど物流面での支障などから、短期的には生産はこれ以上の規模で低下する可能性が高い。また需要面では、地震の被害、計画停電、原発事故などへの不安から個人消費が抑制されるため、一時的な実質 GDP の落ち込みは既述のようにこれを上回ると思われる。しかし資本ストック毀損に関する上記の試算を踏まえると、2008 年のリーマン・ショック後のような経済の悪化は起こりえないことを理解しておくことが重要であろう。

ちなみに復興需要は基本的には失われたストックの復元過程で生じるものであるから、ストック毀損規模が 12.7 兆円で中長期的な復興需要の規模が同額だとすれば、復興需要は名目 GDP 比約 2.6%に達する。

2011 年度中に 6 兆円の財政出動を前提にする

2011 年度実質 GDP 成長率見通しの修正の内訳を見ると、-0.4%の下方修正のうち、内需寄与度が-0.1%ポイント、外需寄与度が-0.3%ポイントである。後に見るように、阪神・淡路大震災と比較しても港湾機能低下の程度は軽微であり、実質輸出増加率見通しの下方修正幅は 0.2%ポイントにとどまる。しかし、国内で一時的に生産能力が低下して輸入代替が進むことを映して、実質輸入の増加率見通しを+2.3%ポイント上方修正した。この結果、外需(実質輸出-実質輸入)の成長寄与度の修正幅は-0.3%ポイントと比較的大きいマイナスを予想した。

内需の成長寄与度の修正については、民間内需を-0.6%ポイント、公的内需を+0.5%ポイントとした。公的内需の上方修正は、震災を受けた財政支出の大幅拡大によるものである。後に見るように、今回の見直し改定では、2011 年度中に真水で合計 6 兆円復興関連支出が補正予算編成を通じて実施され、これが実質公的資本形成(公共投資)を中心に GDP 押し上げに大きく寄与すると想定した。これは阪神・淡路大震災の時に実施された、補正予算編成を通じた財政出動 3.2 兆円の約 2 倍の規模である。

個人消費への悪影響は長期化する

民間内需成長寄与の下方修正に大きく影響するのは、実質在庫投資と実質個人消費である。国内で一時的に生産能力が低下することから、在庫の取り崩しが広範囲に生じることが予想され、これが 2011 年度の成長率を 0.2%ポイント押し下げると見る。

他方、実質個人消費の増加率は 0.5%ポイント下方修正され、成長率を 0.2%ポイント押し下げると予想した。後述するように、阪神・淡路大震災時にも見られた被災地以外での消費自粛ムードは今回の方が強く、また長期化すると見込まれる。

加えて、4 月までの予定で現在関東地区において実施されている「計画停電」も個人消費を抑制すると見られる。電力需要が高まる夏場に同様な措置が取られる可能性、あるいは節電を強いられる可能性等も踏まえると、消費の低迷は夏場まで続き、実質個人消費は、地震の影響を受ける 2011 年 1-3 月期から 7-9 月期まで、前期比で小幅マイナス成長が続くと予想される。

不透明感が強い経済見 通し

以上が地震を受けた当社の経済見通し改定の概要である。これらのベースとなる考え方や分析については、以下の各論を参照されたい。ただし、この改定見通しは、地震発生から 1 週間足らずの時点における暫定的なものであることを断っておきたい。

福島原発事故の行方、電力不足問題、為替・株式など金融市場の動向の 3 点が、依然として大きな不確定要因である。今回の改定見通しでは、原発事故が広く関東地方に放射能汚染をもたらすような非常事態は想定していない。しかし、事態が想定以上に悪化し、さらにそれが株価の大幅な下落を誘発する場合には、当面の成長率見通しをさらに下方修正する必要も生じ得よう。また地震の影響で日本経済が脆弱性を強く帯びる夏場までの間に、中東情勢の緊迫から円高・株安同時進行、あるいは米国、中国を中心とする海外主要国での景気減速が生じれば、日本経済が景気後退局面に陥る事態も、リスクシナリオとしては想定できる。

これらに加えて、今後、震災の影響を確認させる経済指標の発表、並びに被害状況が明らかになる中で、地震の経済効果に関する当社の試算値も修正される可能性が高い。状況変化を映して随時見通し改定を実施していきたい。

(2) 地震が資本ストックに与える影響

資本ストック減少を通 じた影響は冷静に判断

今回の震災が資本ストックの減少を通じて日本経済全体の生産能力に与える影響については、冷静な判断が必要である。たとえば、1995 年 1 月に起きた阪神・淡路大震災前後の日本の実質成長率を振り返ると、1994 年の前年比+0.9%に対し、1995 年は+1.9%、1996 年も+2.6%となっている。日本の経済成長が供給面から長期にわたって大きく押し下げられた様子は、明瞭には観察できない。

阪神・淡路大震災が日 本経済の供給能力に与 えた影響は 0.2%

兵庫県によれば、阪神・淡路大震災の被害総額は合計 9.9 兆円であった。当社の試算によれば、これは日本全国の資本ストックの 0.6%程度であったと推定される。やや技術的になるが、コブ・ダグラス型の生産関数を仮定し、資本係数を 0.35 とおけば、阪神・淡路大震災が日本全体の供給能力に与えた影響は $0.6 \times 0.35 \approx 0.2\%$ となる。

地域間の生産代替の可能性も

統計的に確認するのは簡単ではないものの、兵庫県での生産減少を他県で補うといった、地域間の代替が働いた可能性も否定できない。阪神・淡路大震災級の災害でも、短期的にはともかく、中期的に日本全体の経済成長に大きな足跡を残すとは限らないことは、こうした計算からも確かめることができる。

今回の震災による資本ストック被害額は 12.7 兆円程度か

今回の震災による資本ストック毀損額を現時点で把握するのは非常に困難ではあるが、阪神・淡路大震災の例を参考に簡単な試算を行った(図表 2-1)。今回の震災により大きな被害をこうむった東北 3 県(岩手県、宮城県、福島県)の資本ストック毀損率が、阪神・淡路大震災時の兵庫県のものと同じと仮定すると、今回の損害額は 12.7 兆円となる。この損失額が日本全体の資本ストック全体に占める損害率は 0.7%程度であり、コブ・ダグラス型生産関数を仮定した場合の生産能力減少率は、阪神・淡路大震災時と同程度の 0.2%となる。

(図表 2-1) 震災による資本ストック損失額の試算

	1993年度末		2009年度末	
	全国	兵庫	全国	岩手+宮城+福島
民間企業資本ストック、兆円	872.1	37.4	1073.2	45.7
社会資本ストック、兆円	441.4	19.0	558.2	31.8
住宅ストック、兆円	248.1	10.9	203.1	8.4
ストック合計、兆円	1561.6	67.3	1834.4	85.8
被害額、兆円		9.9		12.7
(ストック合計に占める割合、%)	(0.6)	(14.7)	(0.7)	(14.7)

(注) 東北地方太平洋沖地震による被害総額＝岩手+宮城+福島の資本ストック×(阪神・淡路大震災時の被害総額÷兵庫県の資本ストック)と仮定。資本ストックについては、内閣府や土居丈朗・慶応大学教授のデータベースを元に独自に試算。阪神大震災時の被害総額は、兵庫県より。

(出所) 内閣府、土居丈朗・慶応大学教授ホームページ、兵庫県より野村證券金融経済研究所作成

消費者物価見通しに対する影響は限定的

なお、地震の影響を受けて需要も低下するため、供給力の低下が需給の逼迫を通じて物価に与える影響は限定的と考えられる。また、足下では被災地への配給が物資不足を招くとの懸念を背景として、一部の地域で食料品や非常用具などに品薄の状態が現れているものの、こうした現象は消費者が「買いだめ」を完了させるとともに収束していくと見られる。現時点で、物資に対する不足の懸念が値上げに結びつくとは判断されない。コア CPI 見通しは、11 年度、12 年度ともに前年比+0.4%と、前回から変更はない。

(3) 個人消費はサービス消費を中心に低迷

地震が個人消費に与える影響としては、1)地震直後の一時的な消費変動、2)消費自粛ムードの広がり、3)被災地における復興需要、などが挙げられる。今回は、上記に加え、電力制限による店舗等の営業時間の短縮や交通手段の不安定さに伴う外出の抑制なども、合わせて考える必要がある。

震災直後の個人消費の動向

まずは、地域別の消費の規模を確認したい。全国消費実態調査を用いた推定では、今回の地震による被害の大きかった東北 3 県（宮城県、岩手県、福島県）の個人消費の全国に占める割合は 4.3%である（図表 3-1）。被災地における一時的な消費減少の影響について概算してみると、例えば東北 3 県における消費が 5 日間にわたりすべて失われた場合、全体の消費へ与える影響は、月次で-0.7%ポイント、四半期で-0.2%ポイント程度となる。今回の地震では関東地方も含めて、広い地域で外出が抑制され、サービス消費などが減少したと考えられる。一方、関東地方では、余震等に備えて、震災直後から飲食料品などの生活必需品を買い溜める動きが見られた。商業販売統計を基に、関東 4 県（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県）の飲食料品の在庫がすべて販売されたと仮定して試算すると、全体の消費へ与える影響は月次で+1.2%ポイント、四半期で+0.3%ポイントに及ぶ。また、ガソリンなども売上が大幅に伸びている模様である。震災直後の個人消費には減少と増加の双方の動きがあり、1-3 月期の消費全体への影響は見極め難い。ただし、買い溜めが行われているのは主として生活必需品であり、流通等が正常化に向かえば、今後、買い溜め分の消費が減少することや、後述するような電力不足や消費自粛ムードの広がりなどを勘案すれば、4-6 月期の個人消費は減少する可能性が高い。

（図表 3-1）地域別の消費規模

	全国	宮城+岩手+福島合計		東北電力の電力供給範囲		東京電力の電力供給範囲	
	(10億円)	(10億円)	(構成比、%)	(10億円)	(構成比、%)	(10億円)	(構成比、%)
消費支出	13692.7	585.7	4.3	529.2	3.9	5159.6	37.7
食料	3138.1	131.3	4.2	121.5	3.9	1187.1	37.8
住居	1056.8	41.7	3.9	40.3	3.8	410.1	38.8
被服及び履物	566.7	23.4	4.1	21.5	3.8	213.4	37.7
保健医療	593.5	25.1	4.2	22.8	3.8	224.6	37.8
交通・通信	1961.2	85.7	4.4	76.7	3.9	738.3	37.6
教育	535.5	21.1	3.9	18.9	3.5	212.4	39.7
教養娯楽	1531.1	62.0	4.1	56.5	3.7	580.4	37.9
その他の消費支出	3024.2	138.8	4.6	117.2	3.9	1117.6	37.0

- （注）1.全国消費実態調査（2009 年 9～11 月に実施）の県別 1 世帯 1 カ月当たり消費支出に、国勢調査の県別世帯数（2010 年）をかけて、県別の消費支出を作成。持家の帰属家賃等は含まれていないことなどもあり、GDP ベースの民間最終消費支出額よりも小さいことに注意。
2.東北電力の電力供給範囲は、青森県、岩手県、宮城県、秋田県、山形県、福島県、新潟県の 7 県だが、ここでは宮城県、岩手県、福島県を除いた値。
3.東京電力の電力供給範囲は、群馬県、栃木県、茨城県、埼玉県、東京都、千葉県、神奈川県、山梨県と、静岡県の一部であるが、ここでは静岡県の全消費支出額を含めている。

（出所）総務省、東京電力、東北電力資料より野村證券金融経済研究所作成

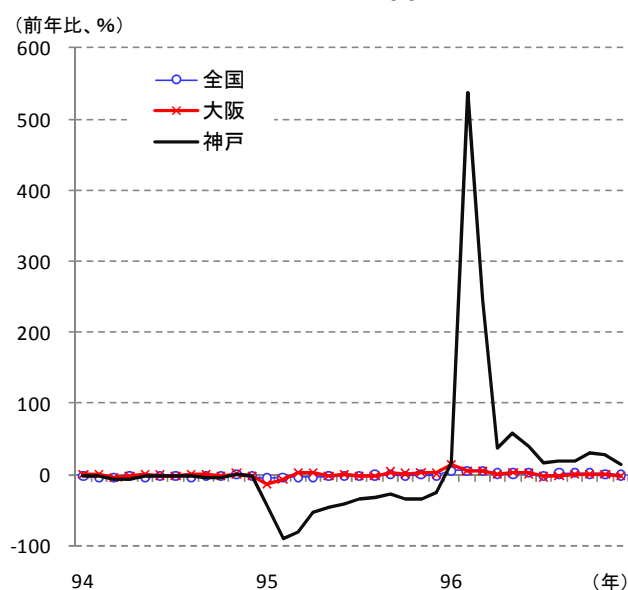
電力制限による個人消費抑制効果は比較的大きい

今回の震災では、被災による電力供給不足から、東北電力や東京電力が輪番による計画停電の実施や、節電の要請を行っている。これにより、首都圏では交通網に乱れがみられるほか、一部店舗では休業や営業時間の短縮などが行われている。そのため、電力不足による、サービス消費を中心とした個人消費の減少は避けられないとみられる。東北電力の電力供給範囲における個人消費の割合は、被害の大きかった上記 3 県を除くと 3.9%、東京電力の電力供給範囲では 37.7%であり、合わせて 41.6%に達する（前出の図表 3-1）。仮にこれら地域で消費が 1%減少すると、全体の消費を 0.4%ポイント押し下げることになり、電力不足による消費抑制効果は比較的大きいことが分かる。東京電力は、電力供給量を今後回復させたとしても、需要が増加する夏場には再び輪番停電を実施する可能性があるとしており、夏期のレジャー向け支出等を中心にサービス消費が低迷する可能性がある。

被災地以外でも消費自粛ムードが広がる

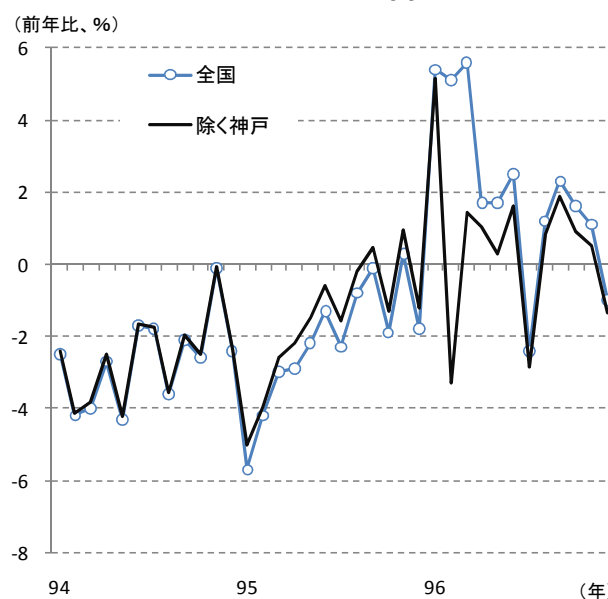
次に、消費自粛ムードの広がりについて、阪神・淡路大震災後の状況を見てみよう。阪神・淡路大震災後は、神戸での百貨店売上が大幅に減少した（図表 3-2）。しかし、神戸の売上を除いたベースでも百貨店売上は落ち込んでおり、被災地以外でも消費自粛の動きが起こったことが窺える（図表 3-3）。

（図表 3-2）阪神・淡路大震災前後の地域別百貨店売上高 (1)



（出所）日本百貨店協会資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 3-3）阪神・淡路大震災前後の地域別百貨店売上高 (2)



（注）「除く神戸」は全国百貨店売上から神戸の百貨店の売上を除いたもの。
（出所）日本百貨店協会資料より野村證券金融経済研究所作成

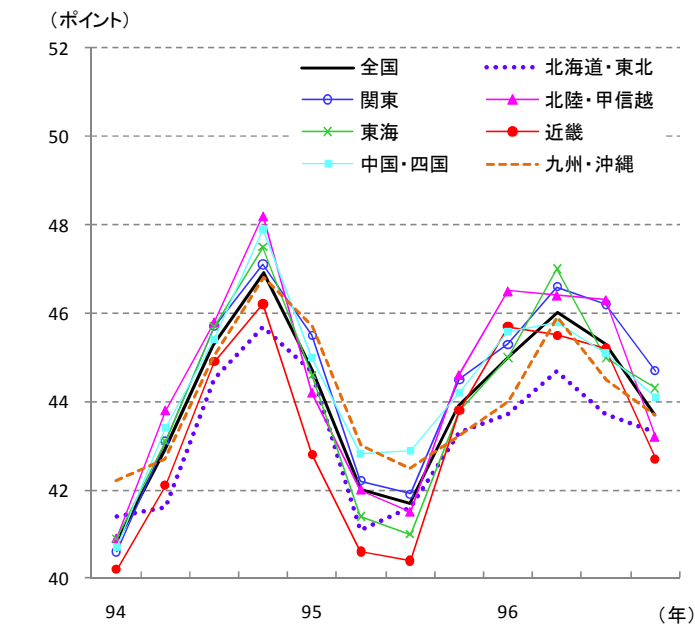
大震災後の消費自粛ムードは 3 四半期程度続く可能性

百貨店は比較的奢侈品が多く、消費自粛の対象となりやすいが、消費者心理が全体的に悪化したことは、当時の消費者態度指数の動きからも見て取れる。近畿地方の消費者心理の悪化が顕著であるが、どの地方も概ね同様に低下傾向を辿っている（図表 3-4）。これらの指標から、震災後の消費自粛ムードは 3 四半期程度続く可能性が大きいと考えられよう。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

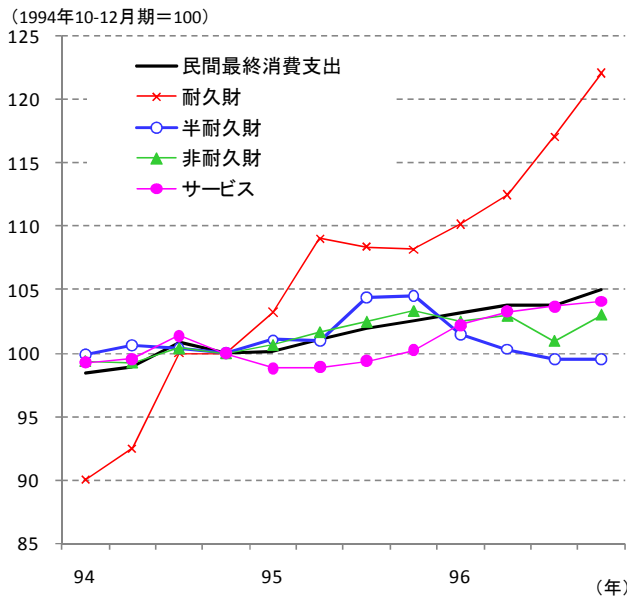
(図表 3-4) 阪神・淡路大震災前後の地域別消費者態度指数



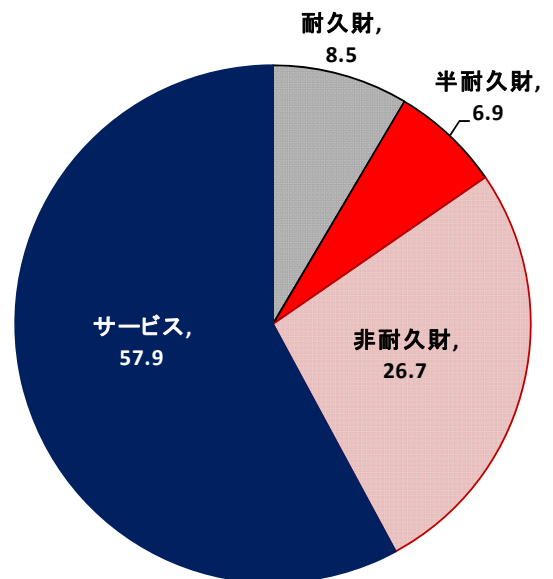
耐久財消費には復興需要も

もつとも、震災後の混乱が沈静化してくれば、個人消費にも復興需要が出てこよう。阪神・淡路大震災後は、耐久財消費が翌四半期に大きく増加しており、復興需要が顕在化したものとみられる(図表 3-5)。一方で、サービス支出は 3 四半期ほど低迷しており、上述した消費自粛ムードの影響がここでも確認される。

(図表 3-5) 阪神・淡路大震災後の財・サービス別消費動向



(図表 3-6) 個人消費の財・サービス別内訳



(注) 1. 名目国内家計最終消費支出の内訳。

2. 数値は%。

3. データは 2010 年。

(出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものであり、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

個人消費は 7-9 月期まで低迷する可能性

阪神・淡路大震災後は、サービス消費の低迷を財消費が補い、個人消費全体はプラスの伸びを保った。しかし、今回の震災では、揺れが関東地方にまで及んでおり被災地域が広範にわたること、電力不足の地域での消費抑制が見込まれることなどから、個人消費への影響は阪神・淡路大震災当時を上回る可能性が高い。当面の電力不足が懸念される地域での消費割合が 4 割にも及ぶこと、2010 年のサービス消費の比率は 57.9%（図表 3-6）と 1994 年当時の 51.0%から更に高まっていることなどを勘案すると、レジャー向け支出を中心とするサービス消費の動向が、今後の個人消費を見通す上での最大の不透明要因となろう。また、被災範囲が広いことから、消費自粛ムードもより高まりやすいと考えられる。個人消費は 4-6 月期、7-9 月期ともにマイナスの伸びとなる可能性が高いだろう。

(4) 地震の輸出入への影響

インフラの毀損と供給停止の二点から検討が必要

地震による貿易への影響は、1)港湾の破壊による貿易インフラの毀損、2)工場の操業停止に伴う輸出財の供給停止という二つの面から考えることができる。本節では、阪神・淡路大震災との比較を織り交ぜながら、今回の地震における貿易への影響を検討する。

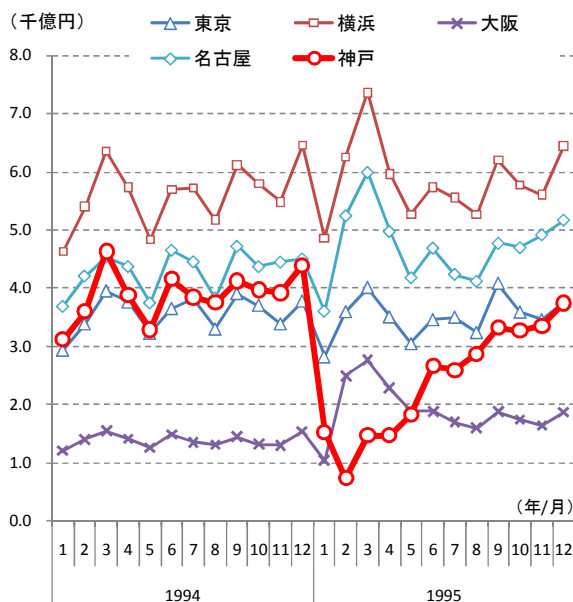
被害にあった貿易港の規模は小さい

まず、「貿易インフラの毀損」から考えよう。財務省によれば、地震発生後最初の平日である 3 月 14 日に業務再開できなかったのは、大船渡税関支署、釜石出張所、宮古税関支署、仙台塩釜税関支署、気仙沼出張所、石巻出張所、仙台空港税関支署、小名浜税関支所、相馬出張所とされている（開庁する他の官署でも、一部手続きのみの対応となる場合がある）。しかし、これら営業停止官署による貿易取扱額は非常に小さく、貿易総額に占める割合は、輸出で 0.6%、総輸入で 1.6%に過ぎない（2010 年）。

過去には、被災地域外の貿易港による代替がみられた

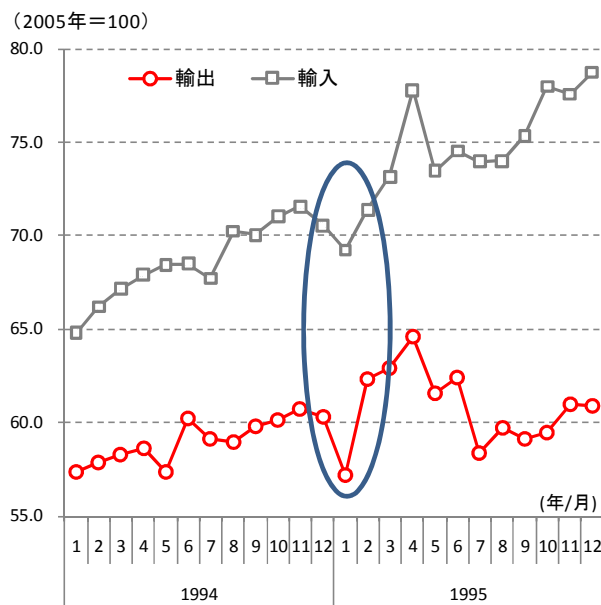
加えて、他の貿易港によって輸出入が代替される可能性も指摘できる。阪神・淡路大震災では、輸出総額の 11.5%、輸入総額の 8.7%を取り扱う神戸本関が毀損した（1994 年）。しかし、当時の輸出入の推移を主要な官署ごとに見ると、1995 年 1 月以降急激に低下した神戸本関の機能を、大阪、名古屋、横浜などの官署が補っている様子が見てとれる（図表 4-1）。輸出総額の推移で見ても、1 月こそ輸出入ともに減少しているが、2 月以降の基調を大きく乱すような事態には陥っていない（図表 4-2）。

官署の規模感からすると、阪神・淡路大震災のときには、大阪や名古屋といった地理的に近い官署で貿易機能の代替が行われたことが推測される。今回の場合には、横浜税関の北側や、函館税関の南側に位置する官署などで機能代替の役割が果たされる可能性が考えられよう。

(図表 4-1) 阪神・淡路大震災時の
官署別輸出動向

(出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 4-2) 実質輸出入総額の推移



(出所) 日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

インフラ毀損の影響は 非常に小さいだろう

以上を踏まえれば、今回被災した地域における貿易港の機能は国全体から見て小さく、他の税関が補完的な役割を果たす可能性も高い。貿易インフラの毀損という観点からは、輸出入への影響は非常に小さいとみてよいだろう。

新潟県中越沖地震では 自動車生産に影響が出たが。。

次に、「輸出財の供給停止」という点から考えよう。今回の震災を受けて多くの企業が工場の操業を一時的に中断した。しかし、すでに操業を再開する工場も出てきていること、3月末までにまだ10営業日程度残されていることを踏まえると、3月全体でみた場合には操業中断分の生産高をある程度取り戻すことが可能と思われる。

新潟県中越沖地震の経験

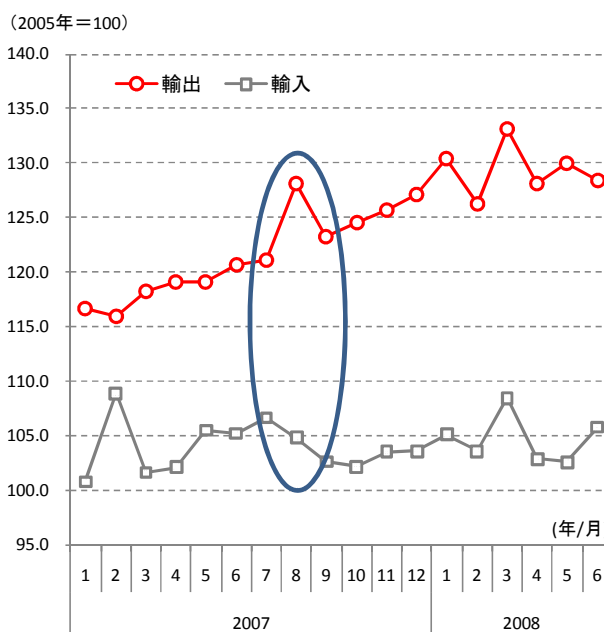
リスクとして残るのが、部品の供給停止が生産の「ボトルネック」になるシナリオである。2007年7月16日に発生した新潟県中越沖地震では自動車部品メーカーが被災し、自動車生産が一時中断したことが記憶に新しい。当時は、7月こそ輸送用機器の輸出が減少したが、部品供給の再開を受けて8月の実質輸出は前月比+5.8%の増加となった(図表 4-3)。輸出の20%近くを占める自動車だけに影響は小さくないが、反動増で操業停止分が埋め合わされ、均してみれば輸出の増加基調は崩れていない。

不確実性はあるが、輸 出への影響は小さいだ ろう

日経新聞が報じたところによると、電子部品・材料に供給懸念が生じているとのことである。電子部品・材料は様々な財に組み込まれるため影響が読みづらいが、1)自動車に比べ在庫が存在しうること、2)一部品目に影響が限られる可能性があること、3)報じられたシリコンウエハは、当社アナリストによれば大幅な供給不足は回避できるとみられることなどから、現時点では輸出に大きな影響を与えるとは見ていない。仮に影響があった場

合でも、供給再開後には輸出に反動増が生じよう。不確実性は残るが、今回の地震による輸出への影響は小さいと思われる。

(図表 4-3) 新潟県・中越沖地震時の実質輸出入



(出所)財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(5) 懸念される電力供給不足問題

「輪番停電」を実施

当面の経済に悪影響を与えることが懸念されるのが、電力供給不足問題である。今回の震災で発電所の停止が相次ぎ、電力需要に供給が追いつかなくなったため、東京電力は 3 月 14 日から地域ごとに順番に停電する「輪番停電」に踏み切った。東京電力によれば、供給能力は 14 日時点で 3,100 万キロワット程度である一方、電力需要は最大で 4,100 万キロワットに達する見込みであり、最大約 25%の電力不足が生じる可能性がある。そのため、東京電力は契約者約 2,800 万件を約 150 万件（約 500 万キロワット相当）の供給区域に分け、事前連絡した上で 1~2 区域ずつ輪番停電することで埋め合わせることを明らかにした。

停電の直接的な影響は大きくない

関東地域の電気業が 1 年間に生み出す付加価値額(名目 GDP)は 2.6 兆円、全国名目 GDP 比 0.51%と推定される（県民経済計算と法人企業統計からの推計値）。東京電力は「輪番停電」を 4 月いっぱいまで続ける見通しを示している。仮に東京電力の管区で 4 月末までの間、電力供給を 25%削減する「輪番停電」が実施されるケースを想定すると、関東地域の電気業の名目 GDP は 0.09 兆円減少し、全国名目 GDP を 0.02%押下げる効果がある。輪番停電による他産業への波及効果を考慮しない直接の影響は大きくないといえる。

停電による経済への悪影響は避けられない

2003 年 8 月に発生した米国の大停電に関する分析では、停電時間が 3 時間以下の場合では、一部の非製造業（金融・保険業や情報・通信業）を除いて売上高減少等の金銭的被害はそれほど大きくなかったと報告されている。この先行研究に基づいて、25%の電力供給削減が製造業で 2.5%、非製造業で 5%（金融・保険業および通信業では 10%）の生産低下につながると仮定すると、他業種への波及効果も含め輪番停電は名目 GDP を約 0.29%押下げると試算される（図表 5-1）。この推計は影響を大きめに見積もっている可能性が考えられるものの、波及効果まで考慮すれば、電力供給削減による国内経済への打撃はある程度避けられないとみておきたい。

（図表 5-1）「輪番停電」の影響試算

	対名目GDP比(%)
電気業の寄与	-0.02
他業種の寄与	-0.28
合計	-0.29

（出所）内閣府、財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

停電長期化の可能性

より長期的な視点に立った場合、現在停止している発電所のうちで火力や水力によるものを復旧させていくことで、電力の供給力を回復させることが可能となろう。それでも、夏場にかけて拡大していく電力需要を賄うには至らないと見られる。仮に原発のみが停止した状態にまで回復すると仮定しても、東京電力と東北電力の供給力はそれぞれの地域の最大電力需要量を下回ると試算される（図表 5-2）。2000 年度以降の平均的な最大電力需要量に対して、供給力はそれぞれ 10%程度不足する。日本全体の 10 電力合計で見た場合の供給力は過去の最大需要量を 5%程度上回るものの、地域ごとに周波数が異なるため、余剰電力が全て関東や東北に送電されるとは考え難い。停電によって景気が抑制される状態が長引く可能性が高まっている。

（図表 5-2）電力の需給

		（万キロワット）		
		東京電力	東北電力	10電力計
最大電力需要量				
過去の最大値	①	6430	1520	18269
2000年度以降の平均値	②	6006	1457	—
2009年度	③	5450	1452	—
供給力				
本来の供給力	④	6449	1655	20396
現在の供給力	⑤	3100	970	16362
供給停止量	⑥＝④－⑤	3349	685	4034
うち原発停止分	⑦	1020	327	1347
原発の停止が続いた場合の供給力	⑧＝④－⑦	5429	1328	19049

（出所）電力各社及び報道資料より野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

(6) 巨額の財政支出発動へ

政治対立は休戦、財政政策の自由度は高まる

今回の地震は、国内政治と財政政策に大きな影響を与えることが確実である。地震発生前には与野党間での激しい政治的対立が予算及び予算関連法の成立を妨げ、深刻な景気下振れリスクを生じさせていた。しかし、地震発生はこうした状況を一変させ、激しい政治的対立は休止となる可能性が高い。内閣総辞職、解散・総選挙などの政治イベントも当面生じそうにない。また既に衆院で可決された 2011 年度予算は修正されることなく成立する可能性が高いと思われる。成立が遅れれば「政府閉鎖」のような状態をもたらすリスクをはらむ特例公債法案も、早期に可決される可能性が出てきた。この点から、地震は政治の安定回復をもたらす財政政策の自由度を高めた面があると言える。

阪神・淡路大震災の際の経験

阪神・淡路大震災の際の財政出動を振り返ると、政府は被災地での災害復旧事業費等を盛り込んだ、総額約 1 兆円の平成 6 年度（1994 年度）第二次補正予算を 2 月 28 日に成立させた。これは地震発生の日 1 月 17 日から約 40 日後のことである。さらに、震災により被害を受けた公共土木施設等の災害復旧事業に資するための「阪神・淡路大震災に対処するための特別の財政援助及び助成に関する法律」が 3 月 1 日に制定された。また 5 月に成立した平成 7 年度（1995 年度）補正予算においても、震災復興関連として約 1.4 兆円が盛り込まれた。3 回の補正予算の規模は 9.1 兆円、そのうち震災復興関連の予算は合計で約 3.2 兆円に達した（図表 6-1）。

補正予算の規模はなお流動的

政府は 2010 年度予算の予備費の残額 2,038 億円のうち、地震による被災者への支援物資を調達するため、302 億円を使うことを既に閣議決定している。本格的な財政支出は、2011 年度補正予算編成で実施される見込みだ。財源については、子ども手当増加分、高速道路無料化見直しなどから捻出する案等も検討されているが、現時点では具体策はまとまっていない。

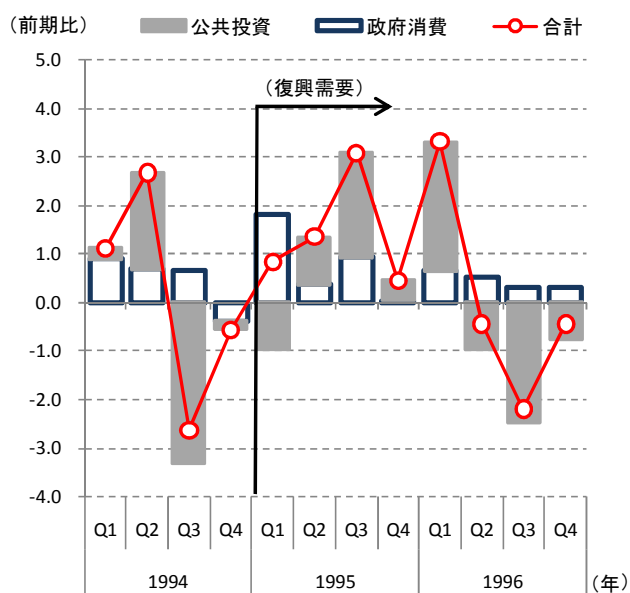
今回の地震では、人的被害に関しても住宅や道路のような資本ストックの被害に関しても阪神・淡路大震災を上回る可能性が高いことを踏まえると、補正予算額、あるいは少なくとも災害復興関連予算は前回よりも大きくなることはほぼ確実である。

真水 6 兆円規模の財政出動を想定

今回の改定経済見通しでは、阪神・淡路大震災時の約 2 倍である 6 兆円の復興関連予算（真水部分）が、2011 年度補正予算に盛り込まれることを想定した。補正予算成立の時期は 2011 年 4-6 月期、7-9 月期、10-12 月期に各 2 兆円ずつとした。しかし、これらの政策が景気に明確なプラス効果を生じさせるまでには時間を要する可能性が高い。阪神・淡路大震災の際には、震災直後の 95 年 1-3 月期には救援物資の調達などが計上される政府支出が速やかに増加する一方、道路や橋梁の補修・再建などを含む公共投資が明確に景気を押し上げたのは震災から半年程度が経った 7-9 月期ごろであった（図表 6-2）。今回の改定見通しでも、公共投資（実質固定資本形成）が大幅に増加するのは 2011 年 10-12 月期と想定した。公共投資につ

いては 2011 年度に+11.9%ポイント、政府消費については同+0.2%ポイントそれぞれ上方修正した。

(図表 6-1) 阪神・淡路大震災時の政府支出



(出所)内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 6-2) 阪神・淡路大震災時の災害復興関連費

	平成8年度 第2次補正予算等	平成7年度 第1次補正予算	平成7年度 第2次補正予算	
被災地における 生活の平常化支援	1,293億円 〔6年度予算費148億円〕	466億円	1.「生活の再興」のための諸施策	4,653億円
がれき処理	343億円 〔7年度配分重点化21億円〕	1,357億円	1)被災者の居住の 安定のための住機能の充実	3,226億円
二次災害防止対策	96億円 〔7年度配分重点化15億円〕	127億円	2)被災要介護高齢者等の 支援策の充実	48億円
港湾機能の 早期回復等	1,199億円 〔7年度配分重点化68億円〕	3,671億円	3)教育活動の回復のための 諸施設の復旧	202億円
早期インフラ整備	4,371億円 〔7年度配分重点化495億円〕	3,725億円	4)うるおいやすらぎのある生活 環境をとり戻すための文化活動 への支援	1億円
耐震性の向上対策等	198億円 〔7年度配分重点化382億円〕	465億円	5)その他	1,176億円
住宅対策	869億円 〔7年度配分重点化185億円〕	969億円	2.「経済の復興」のための諸施策	796億円
市街地の整備等	150億円 〔7年度配分重点化62億円〕	239億円	1)経済復興を支える 交通・情報通信インフラの整備	142億円
雇用の維持・失業の 防止等	—	105億円	2)経済復興に資する 産業支援体制の整備	257億円
保健・医療・福祉の 充実	173億円	431億円	3)その他	397億円
文教施設の 早期本格復旧等	154億円	962億円	3. 文教施設の早期本格復旧等	2,328億円
農林水産関係施設の 復旧等	172億円 〔7年度配分重点化10億円〕	252億円	1)オープンスペースとリダンダン シー確保のための交通インフラと を兼ね備えた安全で快適なまちづ くり	1,977億円
経済の復興	609億円	1,184億円	2)防災性を有する ライフラインの整備	123億円
復旧・復興を円滑に 進めるための 機動的施策	—	15億円	3)応急災害対策に資する 公共施設の整備	211億円
地域の安全と円滑な 交通の確保	66億円	24億円	4)その他	17億円
防災対策	65億円 〔7年度配分重点化90億円〕	228億円	4. その他	4億円
その他	463億円	72億円	—	—
計	10,223億円	14,293億円	計	7,782億円 (事業費ベース 1兆4,100億円)

(出所)総理府(現・内閣府)資料より野村証券金融経済研究所作成

(7) 危機対応姿勢を強めた日本銀行

過去最大規模の流動性 供給を実施

東北地方太平洋沖地震の発生を受けて、日銀は危機対応姿勢を強めている。地震発生後の3月14日には、入札時間を繰り上げて即時共通担保資金オペを実施、途中札割れとなったにも関わらずオペを繰り返し、オファー総額は15兆円に達した。先日付のオペも含めれば、当日実施された資金供給オペは21.8兆円と1営業日では過去最大規模となった。

リスク性資産を中心に 買入増額を決定

同時に当初2日間予定されていた金融政策決定会合を14日の3時間程度に短縮し、資産買入等の基金をリスク性資産の購入を中心に5兆円程度増額し、上限額を40兆円程度に増額することを決定した(図表7-1)。今回の決定のポイントは、1)震災後、間をおかずに発表された点、2)前回(2010年10月)と比較してリスク資産のウェイトが高められた点、3)企業マインドの悪化や金融市場のリスク回避姿勢の高まりによる悪影響を未然に防ぐ意図が示された点、4)景気判断は据え置かれた点の4点であろう。

金融市場が混乱すれば、 追加緩和の可能性も

第1、第2点は、アナウンスメント効果を含めて政策効果を高める方向に寄与することが期待される。第3の点からは、株安の継続や円高の再燃など、金融市場が一層混迷を深める場合には、追加緩和が実施される可能性が高いことが示唆される。より長期的な金融政策の行方を見極める上では、4点目に注目したい。

注目される4月28日 一般的に震災の景気への影響は短期的には押し下げ効果が大きいものの、
公表の展望レポート 中長期的には復興需要を背景に景気を押し上げる方向に作用する面がある。
4月28日には「展望レポート」が公表される予定であり、震災の影響に対
する日銀審議委員の評価を定量的に把握することが可能である。審議委員
の景気・物価見通しに比べ実体経済が低迷する事態となれば、政府の財政
出動措置と協調して日銀は追加緩和措置を講じることが予想される。

(図表 7-1) 資産買入等基金の状況

(単位: 兆円)

	買入上限額 (2010年10月)	変更額 (2011年3月)	変更後の 買入上限額	現在の 買入残高
共通担保資金供給	30.00	0.00	30.00	27.23
長期国債	1.50	0.50	2.00	0.60
国庫短期証券	2.00	1.00	3.00	1.05
CP等	0.50	1.50	2.00	0.20
社債等	0.50	1.50	2.00	0.21
ETFs	0.45	0.45	0.90	0.08
J-REIT	0.05	0.05	0.10	0.00
資産買入等基金	35.00	5.00	40.00	29.38

(注) 1. 買入限度額は目途である。

2. 0.1%を下限利回りとした利回り格差で入札(コンベンショナル方式)。

3. 買入期間は2011年末が目途である。

4. 2012年6月末を目途に増額を完了する。

(出所) 日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

野村證券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.365%（税込み）（20 万円以下の場合は、2,730 円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第 142 号

加入協会／ 日本証券業協会、（社）日本証券投資顧問業協会、（社）金融先物取引業協会

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。