

2011 年度～2012 年度の経済見通し

『日本経済：供給制約緩和で日本経済はV字型回復へ』

2011 年度実質 GDP 成長率：+0.5%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.9%

2011 年 5 月 25 日

野村證券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

日本経済の予測要約表

[2011年5月24日時点]

[2011年3月30日時点]

		10年度	11年度 (予)	12年度 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	2.3	0.5	2.9	2.7	0.8	2.9
	＜内需寄与度＞	1.4	0.6	2.2	1.5	0.9	2.3
	＜民間内需＞	1.4	-0.3	2.3	1.4	0.4	2.3
	＜公的内需＞	0.0	1.0	-0.1	0.0	0.5	0.0
	＜外需寄与度＞	0.9	-0.1	0.7	1.2	-0.1	0.6
	民間最終消費支出	0.8	-0.9	1.4	1.1	-1.0	1.4
	民間住宅投資	-0.2	3.9	3.1	-0.4	3.2	3.1
	民間企業設備投資	4.5	1.8	7.2	5.0	3.6	6.9
	民間在庫品増減<寄与度>	0.4	-0.2	0.3	0.5	0.3	0.4
	政府消費	2.3	2.3	0.6	2.1	1.0	0.3
	公的固定資本形成	-10.0	14.8	-5.1	-8.0	9.7	-1.3
	財貨・サービス輸出	17.0	2.4	8.1	16.9	3.3	8.4
	財貨・サービス輸入	10.9	4.8	5.5	11.0	5.3	6.6
	名目国内総支出	0.4	-0.3	2.7	0.9	0.2	2.8
	GDPデフレーター	-1.9	-0.7	-0.2	-1.7	-0.7	0.0
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	9.0	0.8	10.1	8.9	1.8	9.6
	国内企業物価	0.7	2.4	1.6	0.7	2.3	1.6
	消費者物価	-0.4	0.4	0.4	-0.4	0.5	0.5
	除く生鮮食品	-0.7	0.5	0.4	-0.8	0.4	0.4
	除く生鮮食品(新基準)	-1.0	0.0	-0.1	-1.0	-0.1	-0.1
	完全失業率(%)	5.0	4.8	4.4	5.0	4.8	4.4
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	5.4	-1.7	6.1	5.9	4.9	4.7
	貿易収支(兆円)	6.5	0.0	7.5	7.2	6.4	6.4
	貿易・サービス収支(兆円)	5.2	-1.2	6.2	5.8	4.3	5.2
	経常収支(兆円)	15.9	8.9	17.4	16.4	16.1	18.6

(注) 1. 断りがない限り、前年度比%。-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

2. 「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

※ 5 月 19 日に発表した予測値から、11 年度/暦年、12 年度/暦年の名目国内総支出、対外収支の各予測値を修正した。

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 (86.0)	86.0 (89.0)	92.0 (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 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)
WTI(年度平均、ドル/バレル)	83.0 (86.0)	110.0 (106.0)	109.0 (108.0)

(注) 2010 年度は実績。カッコ内は 2011 年 3 月 30 日時点。

(出所) 野村證券

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	11年 10-12	11年 1-3	12年 4-6(予)	12年 7-9(予)	12年 10-12(予)	12年 1-3(予)	12年 4-6(予)	12年 7-9(予)	12年 10-12(予)	12年 1-3(予)
民間最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	309614.5 0.8 2.4	306523.4 -1.0 0.6	304800.1 -0.6 -1.0	302361.7 -0.8 -1.6	303692.1 0.4 -1.9	304724.6 0.3 -0.6	305943.5 0.4 0.4	306830.8 0.3 1.5	307966.1 0.4 1.4	309105.5 0.4 1.4	310156.5 0.3 1.4
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	12359.3 1.9 -1.3	12751.7 3.2 6.2	12844.6 0.7 5.4	12878.0 0.3 6.2	12892.7 0.1 4.3	13058.4 1.3 2.4	13203.4 1.1 2.8	13301.4 0.7 3.3	13364.2 0.5 3.7	13451.9 0.7 3.0	13528.9 0.6 2.5
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	74093.3 1.1 6.7	74182.6 0.1 5.5	73520.4 -0.9 2.8	72491.1 -1.4 -1.1	74013.4 2.1 -0.1	75789.8 2.4 2.2	77457.1 2.2 5.4	78773.9 1.7 8.7	79719.2 1.2 7.7	80915.0 1.5 6.8	82209.6 1.6 6.1
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-726.2 0.5	-941.0 0.0	-3269.5 -0.5	-5139.5 -0.3	-3139.5 0.4	-2139.5 0.2	-1859.5 0.1	-1859.5 0.0	-1659.5 0.0	-1459.5 0.0	-1259.5 0.0
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	102664.5 0.3 2.1	103050.8 0.4 1.6	104045.3 1.0 2.9	104542.7 0.5 2.2	105118.1 0.6 2.4	105883.0 0.7 2.7	106023.7 0.1 1.9	105790.0 -0.2 1.2	106357.7 0.5 1.2	105735.9 -0.6 -0.1	106162.8 0.4 0.1
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	19607.6 -2.5 -4.9	18433.0 -6.0 -13.4	18190.6 -1.3 -14.0	19619.3 7.9 -2.4	20125.1 2.6 2.6	22757.6 13.1 23.5	23515.0 3.3 29.3	23887.9 1.6 21.8	21306.0 -10.8 5.9	20449.6 -4.0 -10.1	18103.6 -11.5 -23.0
公的在庫投資 <前期比寄与度>	144.7 0.0	221.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0	249.8 0.0
純輸出 <前期比寄与度> (前期比) (前年同期比)	27047.0 -0.1 -1.1 48.4	26524.9 -0.1 -1.9 21.6	25947.6 -0.2 -2.2 1.6	24681.2 -0.2 -4.9 -10.1	25313.9 0.1 2.6 -6.2	26613.9 0.2 5.1 0.4	27254.3 0.1 2.4 5.0	28300.1 0.2 3.8 14.9	29252.6 0.2 3.4 15.3	30164.1 0.2 3.1 13.2	30989.0 0.1 2.7 13.8
輸出 (前期比) (前年同期比)	85635.8 1.6 21.1	84925.0 -0.8 13.2	85506.8 0.7 6.4	84343.0 -1.4 0.1	85798.4 1.7 0.2	88397.6 3.0 4.1	90010.6 1.8 5.3	91486.0 1.6 8.5	93088.6 1.8 8.5	95098.7 2.2 7.6	97197.7 2.2 8.0
輸入 (前期比) (前年同期比)	58588.8 2.9 11.4	58400.1 -0.3 9.7	59559.2 2.0 8.7	59661.9 0.2 4.8	60484.5 1.4 3.2	61783.7 2.1 5.8	62756.4 1.6 5.4	63185.8 0.7 5.9	63836.0 1.0 5.5	64934.6 1.7 5.1	66208.7 2.0 5.5
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	544099.0 0.9 3.8 5.0	539913.7 -0.8 -3.0 2.2	534887.3 -0.9 -3.7 -1.0	531599.8 -0.6 -2.4 -1.4	538223.5 1.2 5.1 -1.1	546951.4 1.6 6.6 1.3	551832.2 0.9 3.6 3.2	555341.9 0.6 2.6 4.5	556631.8 0.2 0.9 3.4	558701.4 0.4 1.5 2.1	560239.4 0.3 1.1 1.5
GDPデフレーター (前年同期比)	88.4 -2.1	88.1 -1.6	87.8 -1.9	87.6 -1.2	87.5 -1.0	87.5 -0.7	87.3 -0.5	87.4 -0.2	87.3 -0.2	87.5 0.0	87.4 0.1
鉱工業生産(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	94.3 -1.0 14.0	94.2 -0.1 5.9	92.3 -2.0 -2.5	87.0 -5.7 -8.7	90.8 4.3 -3.7	99.5 9.6 5.6	101.9 2.4 10.4	102.5 0.5 17.8	103.0 0.5 13.5	105.0 1.9 5.5	107.1 2.0 5.1
国内企業物価(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	102.7 -0.3 -0.1	103.1 0.4 1.0	104.2 1.1 1.7	105.1 0.8 2.0	105.6 0.5 2.8	106.0 0.4 2.8	106.3 0.3 2.0	106.7 0.4 1.6	107.1 0.4 1.5	107.6 0.4 1.5	108.1 0.4 1.7
消費者物価指数(総合) (2005年=100) (前期比) (前年同期比)	99.2 -0.3 -0.8	99.8 0.6 0.1	99.9 0.1 0.0	100.0 0.1 0.3	99.9 -0.1 0.6	100.3 0.3 0.4	100.3 0.1 0.4	100.3 0.0 0.3	100.3 0.0 0.4	100.7 0.3 0.4	100.8 0.2 0.5
消費者物価指数(除く生鮮食品) (2005年=100) (前期比) (前年同期比)	98.8 -0.5 -1.0	99.3 0.5 -0.5	99.6 0.3 -0.2	99.7 0.1 0.4	99.5 -0.3 0.6	99.9 0.4 0.6	100.0 0.1 0.4	99.9 -0.1 0.2	99.7 -0.2 0.3	100.3 0.5 0.4	100.4 0.1 0.4
完全失業率	5.1	5.0	4.7	4.9	4.9	4.8	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2

(注)1.断りがない限り、10 億円単位。比率は%。

2.2011 年 1-3 月期までは実績、それ以降は野村證券予測。

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、総務省資料より野村證券作成

供給制約緩和で日本経済は V 字型回復へ

- ▶ 震災後の日本経済の回復過程は、概ね 3 つの段階を辿ろう。第 1 は、震災を受けて需要・供給の両面から経済活動が急速に縮小する段階、第 2 は、持ち直し傾向を辿りながらも、サプライチェーンの支障及び電力不足という 2 つの供給問題から、経済活動が制約を受け続ける段階、第 3 は、供給制約がかなり解消される一方復興需要が本格的に強まり、高い成長率が実現される段階、である。第 1 段階は既に 3 月下旬で終了、第 2 段階は概ね 8～9 月頃に終了し、第 3 段階に移行すると見込む。
- ▶ 震災後の景気悪化は、需要減退よりもサプライチェーンの混乱、電力不足に伴う生産減少という供給制約の問題に依るところが大きい。企業は雇用・賃金の削減に比較的慎重であることから、所得面から個人消費が大幅に悪化しこれがさらなる生産減少に繋がるという連鎖は生じ難い。また、復興需要が本格化するまでには供給制約問題がかなり解消される見通しであることから、供給制約下で生じやすい経済現象であるスタグフレーション（経済低迷下での物価上昇）、貿易・経常収支の大幅悪化が金利大幅上昇など金融市場を大きく動揺させる可能性は限られよう。
- ▶ 1-3 月期に続いて 4-6 月期も大幅マイナス成長が見込まれる。一方、部品・素材の生産再開を背景に自動車を中心に製造業の生産が回復傾向を強める中、節電による景気抑制効果は残るものの、7-9 月期には大幅なプラス成長が期待される。復興需要の本格化にも後押しされ、10-12 月期にかけて成長率はさらに高められ、日本経済は急速な「V 字型」回復の様相を呈しよう。
- ▶ 従来の見通しでは、2011 年度中 3 回の補正予算で合計約 10 兆円の復興関連支出、そのうち直接 GDP を押し上げるいわゆる「真水」を約 6 兆円と想定していた。しかし、5 月初めに成立した一次補正予算は総額約 4 兆円、真水約 2.5 兆円と事前想定を上回り、また 8～9 月に成立が見込まれる二次補正予算については、今回の改定見通しでは 13 兆円の規模に想定を引き上げた。これは 10-12 月期から来年初めにかけての成長率押し上げに大きく貢献しよう。他方日銀は、二次補正予算との協調を演出する形で、8 月に資産買入等の基金 3～5 兆円程度増額を軸とする追加緩和措置を実施することが見込まれる。

(1) 日本経済は大幅に悪化するも生産には底打ちの兆し

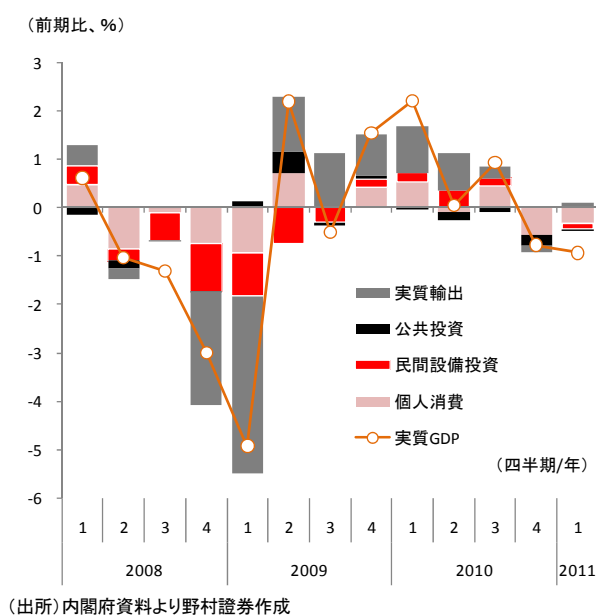
1-3 月期実質 GDP は前期比年率-3.7%の下落

東日本大震災の影響を織り込んだ、2011 年 1-3 月期の実質 GDP 成長（1 次速報値）が公表された。実質 GDP 成長率は前期比年率-3.7%（前期比-0.9%）と、予想通り大幅に悪化した（図表 1-1）。需要項目の動きに着目すると、震災直後には関東近辺を中心に買い溜め等の動きも見受けられたが、個人消費は前期比-0.6%と落ち込んだ。民間企業による設備投資も同-0.9%と 6 四半期ぶりにマイナス成長を記録した。実質輸出は同+0.7%と増加したものの、実質輸入が同+2.0%の上昇となったことから、外需寄与度は 10-12 月期の同-0.1%から同-0.2%へ低下した。主要需要項目が落ち込んだにも関わらず民間在庫の寄与が同-0.5%と大幅に低下した点を見ると、供給制約が景気悪化に大きく作用した様子が窺われる。

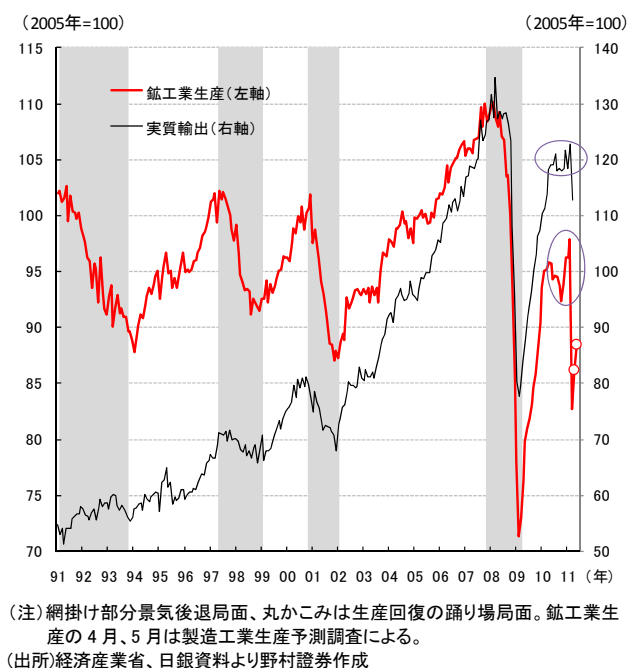
震災後に想定される 3 段階の回復過程

震災後の日本経済の回復過程は、概ね 3 つの段階を辿ると想定される。第 1 は、震災の影響を受けて需要・供給の両面から経済活動が急速に縮小する段階、第 2 は、持ち直し傾向を辿りながらも、サプライチェーンの支障及び電力不足という 2 つの供給問題から、経済活動が制約を受け続ける段階、第 3 は、供給制約がかなり解消される一方復興需要が本格的に強まり、高い成長率を実現される段階、である。第 1 段階は既に 3 月下旬で終了、第 2 段階は概ね 8～9 月頃に終了し、第 3 段階に移行すると見込む。

（図表 1-1）実質 GDP と主要需要項目の寄与度



（図表 1-2）鉱工業生産と実質輸出



市場には非常に厳しい経済状況の継続を見込む向きもある

振り返ってみると、年明け後の日本経済は、昨年秋以降の踊り場局面を脱し、安定成長局面へと移行しつつあった（図表 1-2）。市場でも同様の見方が共有され始めていたが、震災後は一転して、当面は非常に厳しい経済状況が継続し、第 3 段階への移行には時間を要するとの見方が台頭している。

震災の影響は金融ショックとは異なる

リーマンショックの際には、世界的に需要が急減した影響を受け、日本経済は戦後最悪の落ち込みを記録した。また、金融市場が危機的な状況に陥り、世界的にドル不足が発生するなど、その影響は世界的に蔓延し、混乱の収束にも時間を要した。一方、今回の震災は直接的な被害は国内にとどまっており、海外の需要自体は健在である。景気抑制の主因は国内の供給制約にある。もちろん、供給サイドの制約が需要を抑制している面はあるものの、供給制約が解消されて行くに伴い、景気は回復経路へと復していくことが予想される。

生産活動は、3 月を底に回復へ転じる見込み

原子力発電所の事故、節電に伴う消費自粛ムードの蔓延や供給制約に伴う輸出回復の遅れ等が懸念される上、震災後の景気急落の影響（いわゆるマイナスのゲタ）から、4-6 月期も実質 GDP は大幅なマイナス成長に陥る可能性が高い。一方で、震災により毀損した生産設備や公共インフラの復旧は急ピッチで進展している。このため、生産面に着目する限り、震災直後の 3 月を底にいち早く回復に転じる、すなわち第 2 局面入りする可能性が高まっている。

（図表 1-3） 鉱工業生産の業種別内訳

	2010年				2011年						5月予測 対2月比
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	(推)Q2	2月	3月	4月	5月	
鉱工業生産 (前年比 %)	7.4 (27.5)	0.7 (20.6)	-1.0 (13.3)	-0.1 (6.9)	-2.0 (-2.4)	-5.6 (-8.6)	1.8 (2.9)	-15.5 (-13.1)	3.9 (-10.3)	2.7 (-7.8)	-9.8
鉄鋼	13.0	0.1	-5.9	1.7	6.4	-6.5	1.8	-10.2	-0.8	1.3	-9.7
非鉄金属	9.1	-1.8	-3.5	1.6	-1.6	-6.5	1.1	-16.5	3.3	4.2	-10.2
金属製品	5.6	0.2	-0.6	-0.8	0.2	-0.1	3.6	-10.7	5.6	1.9	-3.9
一般機械	16.5	10.9	4.7	2.4	-0.1	5.9	3.4	-14.5	13.9	4.5	1.8
電気機械	10.7	1.8	1.9	0.8	-1.0	2.2	2.4	-10.2	7.2	3.5	-0.5
情報通信機器	1.2	-3.5	1.6	0.0	-16.3	-6.9	-11.3	-8.0	-1.3	8.3	-1.7
電子部品・デバイス	8.7	0.5	-3.7	-0.4	6.1	-9.3	0.4	-6.6	-5.1	-0.2	-11.5
輸送機械	14.9	-1.9	-4.6	-4.9	-7.3	-29.3	5.1	-46.7	7.6	4.1	-40.3
化学(医薬を除く)	3.4	-2.2	-0.3	2.1	-1.7	-6.6	4.4	-11.2	-3.2	6.2	-8.7
紙・パルプ	2.5	-0.7	-1.1	0.5	0.8	-6.1	1.5	-8.3	-0.9	-0.1	-9.2

(注)値は季節調整値。2011 年(推)Q2、対 2 月比は 4 月・5 月の生産計画に基づく試算値。

(出所)経済産業省資料より野村證券作成

3 月の鉱工業生産は前月比-15.5%と統計開始以来最大の下落率となった。ただし、同時に公表された生産予測調査をみると、4 月同+3.9%、5 月同+2.7%と 2 カ月連続で増産が計画されている（図表 1-3）。仮に生産計画通りとなれば、生産全体では 2 カ月間で震災による落ち込みの 4 割弱程度を取り戻す計算だ。業種別の生産計画をみると、震災の悪影響に対する濃淡がより鮮明に確認できる。今回最も深刻な被害に見舞われたのが、自動車

産業であろう。輸送機械では 4 月以降、2 カ月連続での増産が見込まれているが、それでもなお 5 月の生産水準は対 2 月比で 40% 減少すると試算される。一方、一般機械では、5 月には震災前の生産水準を回復する見込みである。

供給制約の解消、復興需要の本格化から景気は V 字回復軌道へ

自動車関連産業では、時間の経過とともに震災直後に想定された以上に早いペースで生産設備の復旧が進展していることが徐々に明らかになっている。震災により深刻な影響を回避し得た産業では、既に復調の兆しが明確である。加えて、リーマンショック時とは異なり、海外の需要が失われた訳ではない点等を勘案すると、鉱工業生産は 3 月を底に、回復に向かう可能性が高い。今後は、東北・東京電力管内での夏場の電力不足の影響が懸念されるが、年末には復興需要の本格化に伴って、景気は鮮明な「V 字型」回復軌道へと復していくことが予想される。

(2) 個人消費は一時的に大幅に減少するも 7-9 月期から回復へ

4-6 月期の個人消費は減少するものの、7-9 月期からは回復へ

東日本大震災の個人消費への影響について関心が集まっている。サプライチェーン（供給連鎖）障害による一部商品・サービスにおける供給制約の問題に加え、消費自粛ムード、電力不足、福島原子力発電所の問題など消費マインドを委縮させる要因は多い。結論から言えば、野村證券では、実質個人消費は 4-6 月期には 1-3 月期（前期比-0.6%）に続いて大幅に減少するものの、7-9 月期からは増加に転じ、およそ 1 年で震災前の水準を取り戻すとみている。

4-6 月期の個人消費悪化の主な要因は供給制約

4-6 月期の個人消費が大幅に減少するとみる主因は、サプライチェーン障害による供給制約にある。多くの商品では供給側制約は限定的とみられるが、比較的消費におけるシェアが高く、かつ大幅な減産を余儀なくされている自動車では、供給サイドが消費の制約要因となる可能性が高い。4 月の乗用車販売台数は前月比-13.1%、1-3 月期比-30.0%（季節調整は野村證券）と急減しており、5-6 月の販売台数も 4 月と同程度と仮定すると、4-6 月期の個人消費を前期比で-0.6%ポイント程度押し下げる計算になる。また、関東地方では、震災後、飲食料品や生活用品の買い溜め傾向が顕著にみられ、この反動減も 4-6 月期に生じよう。これらの要因に加え、3 月の消費水準が低いことによる水準効果（マイナスのゲタ）や自粛ムードなどを勘案すると、4-6 月期の個人消費は大幅に減少すると予想される。

7-9 月期からは個人消費は回復へ

ただし、7-9 月期には上述の要因は大きく改善に向かう見込みである。供給制約要因は大幅に改善され、個人消費を押し上げる方向に働くほか、生活用品買い溜めの反動も解消するとみられる。消費が徐々に増加に向かえば、ゲタの効果もプラスへと転じる。こういった消費押し下げ要因の解消後は、需要サイド、すなわち消費者心理の変化が消費動向を予測する上での鍵となろう。

日次で見れば個人消費の底は 3 月中旬

消費者心理の悪化による個人消費の長期的な低迷を懸念する向きは多いが、日次で見れば、震災の影響による消費の底は 3 月の被災直後であり、消費は既に回復過程に入っているとみられる。日次の消費支出は曜日の影響が大きいので、後方 7 日移動平均をとって 3 月分名目消費支出の前年同期比を見ると、3 月中旬を底として、下旬に向けて緩やかな回復傾向にあることが見てとれる（図表 2-1）。費目別に見ると、教養娯楽用耐久財・用品、宿泊料など 3 月下旬もなお低迷している費目も散見されるが、外食や女性用衣服など回復傾向が明確に確認できる費目も多い。

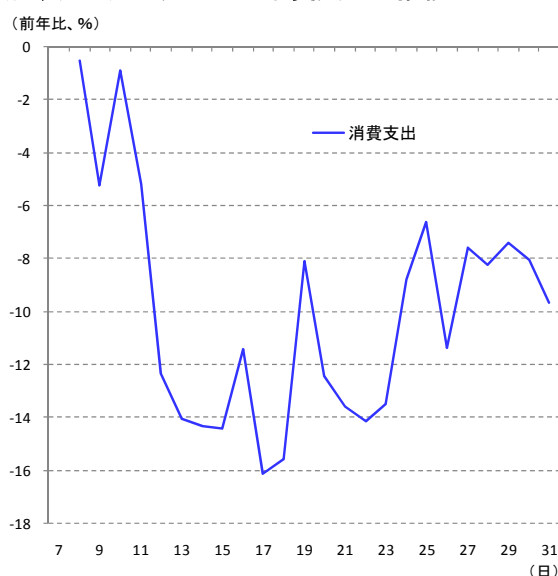
震災による消費の構造的な変化は見込みにくい

東日本大震災を受けて、消費の構造的な変化が起こるのではないかと考える向きも多い。構造的な変化とは、一つには、ある費目の消費が減少し、他のある費目の消費が増加するといった形で、家計の費目別消費選好が変化することであろう。消費水準指数により家計消費の中長期的な動向をみると、全体の消費が低迷する中でも、費目別動向は大きく異なっていることがわかる。ただし、阪神・淡路大震災が発生した 1995 年を境に方向性が大きく変化した費目は見受けられない。

構造的な変化が起こり易いのは、経済的なショック後

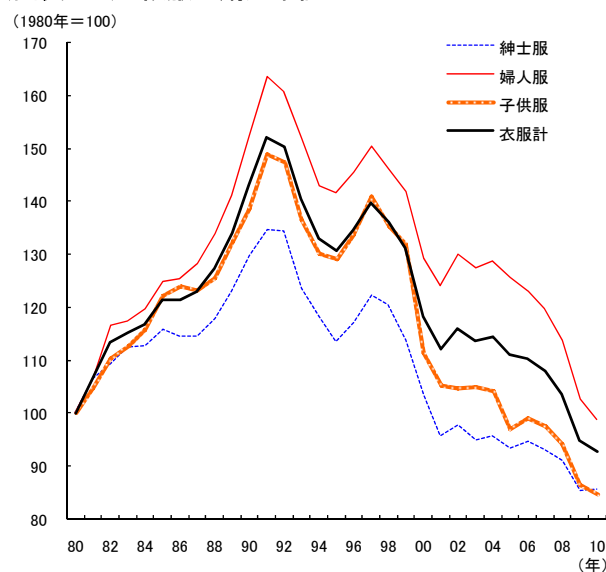
もう一つの構造的な変化として、同一費目内で、例えば価格の高い商品から低い商品へと価格選好が変化することなどが挙げられる。近年の低価格傾向が加速するのではないかと懸念も多く、特に低価格帯商品が増加している衣料品についてイメージされていることが多いようである。しかし、衣料品の購入単価、購入数量等を検証した結果、阪神・淡路大震災を境としたトレンドの変化は見当たらず、土地・住宅バブルの崩壊、IT バブルの崩壊、リーマンショック等の経済的ショック後に購入単価の下落が加速する傾向が観察された。震災による一時的なショックよりも経済的なショックにより所得・雇用環境が悪化した時のほうが、消費行動が変化する可能性が高いと考えられよう（図表 2-2）。

（図表 2-1） 3 月の日次消費支出の推移



（注）1. 後方 7 日移動平均の前年同期比。
2. 2 人以上の世帯。名目値。
（出所）総務省資料より野村證券作成

（図表 2-2） 被服の購入単価



（注）1. 衣服は、洋服とシャツ・セーター類を足したもので、和服は除く。
2. 2 人以上の世帯。1999 年以前は農林漁家世帯を除いた数値。
（出所）総務省資料より野村證券作成

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。

個人消費が震災前の水準を取り戻すには 1 年程度を要する見込み

後述するように、今回の震災による所得・雇用環境の悪化は一時的かつ比較的軽微なものに留まるとみている。そのため、消費構造が大きく変化するとは見込み難く、時間の経過とともに消費マインドは改善し、個人消費は増加に向かうと予想される。ただし、今回は震災による自粛ムードのみならず、電力不足、福島原発問題なども消費マインドに影響を与えると考えられるため、個人消費が震災前の水準を取り戻すまでに、1 年程度を要すると見込んでいる。

(3) 震災後も雇用・所得環境は安定を維持

震災を受けて新規求人は急減したものの雇用過剰感の悪化は限定的

東日本大震災を受けた 3 月の雇用関連統計では、新規求人数が前月比-7.1%と大きく減少した一方で、日銀短観や QUICK 短観における雇用過剰感悪化度合いは小幅にとどまっている。労働生産性のトレンドからの乖離率を用いて企業の過剰雇用を推計すると、概ね 100 万人強と試算される。これは、雇用調整助成金の受理対象者数が 117 万人（3 月）であることとも概ね整合的である（図表 3-1）。企業が過剰な雇用を抱えている背景には、雇用調整助成金等の政府の雇用対策が後押ししている面に加えて、景気の持ち直しに伴う労働需要の回復を予め織り込んでいる可能性がある。

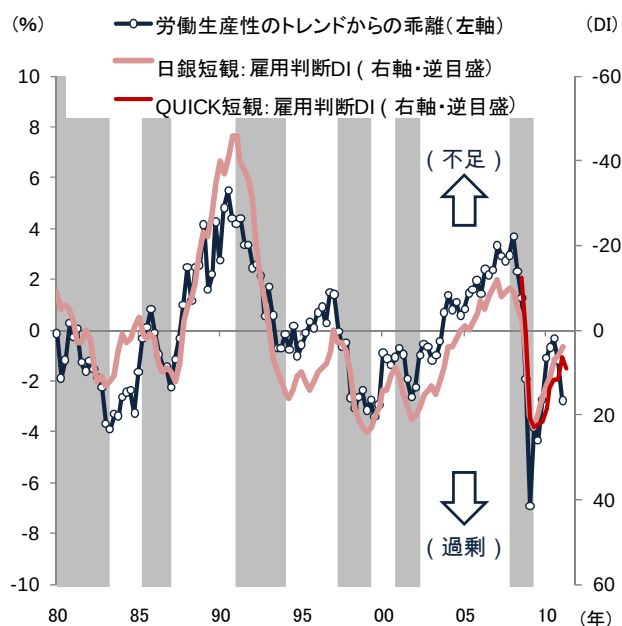
企業はあえて過剰雇用を抱えている可能性も

我々は、2011 年後半以降、日本経済の V 字回復を見込んでいる。我々の成長見通しと労働生産性の上昇率予想に基づく、経済成長に伴って 2011～12 年度で 100 万人近い労働需要が生まれると試算される。この結果は、企業が今後の経済復興を見越して、あえて過剰雇用を抱え込んでいる可能性を示唆している。そう考えれば、足下でも企業の雇用過剰感が大幅に高まっていないことも理解可能である。

失業率は当面高止まりし、改善局面入りは 11 年末以降

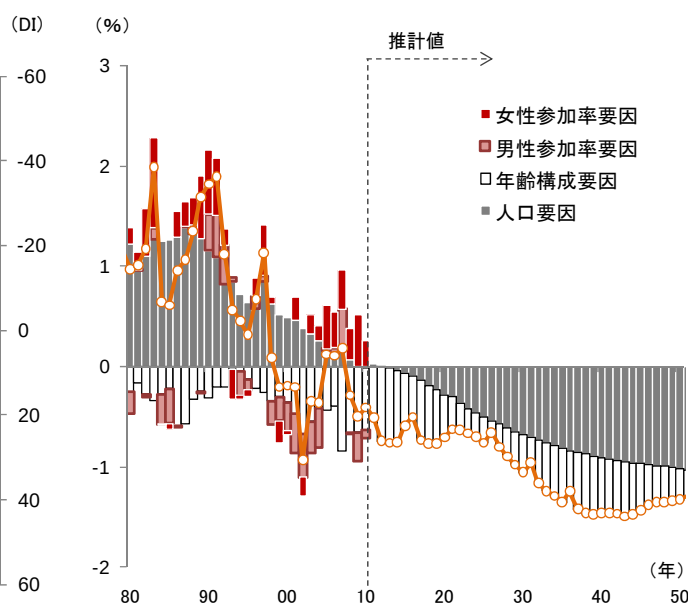
上記の点を踏まえれば、急速な景気回復が見込まれる年後半以降、労働需要は高まろうが、失業率の改善ペースは緩やかなものに留まるとみられる。ただし、高齢化の進展で労働力は年率 1%近いペースで減少が続けることが見込まれる。女性や高齢者の労働参加率が上昇する可能性を考慮しても、労働力人口の減少トレンドは労働需給のタイト化要因になると考える（図表 3-2）。以上の諸要因を勘案すると、失業率は当面高止まりする可能性が高いが、2011 年末には改善局面へ移行すると予想する。

(図表 3-1) 労働生産性と雇用過剰感の推移



(注) 3 月の全国の就業者数は、前月比が岩手・宮城・福島を除く全国の結果と等しいと仮定したため、労働生産性を過小評価している可能性がある。
(出所) 内閣府、日本銀行、総務省および QUICK 資料より野村證券作成

(図表 3-2) 労働力人口増減率の要因分解



(注) 将来推計人口は出生中位(死亡中位)推計である。2011 年以降の性別・5 歳階級別の労働参加率は 2010 年の実績値で一定と仮定している。
(出所) 総務省および国立社会保障・人口問題研究所資料より野村證券作成

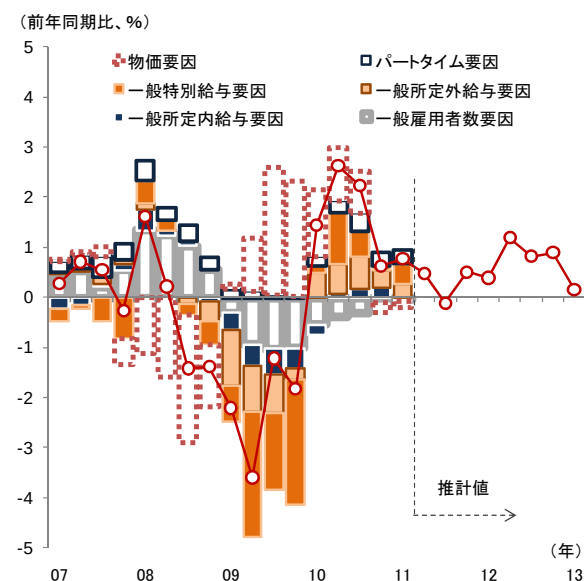
マクロ所得の上昇ペースは年末には持ち直すと予想

雇用者数の変動は大きくないと見込まれる中、実質マクロ所得は所定外給与および特別給与の動向に左右され、年前半は上昇ペースが鈍化するものの、年後半以降再び伸びを高めると予想する。供給制約によって生産活動が低迷する年前半は、労働時間の短縮を通じて所定外給与の低下が見込まれる一方、夏季賞与の増加が所得の落ち込みを軽減させることが期待される。企業は業績改善分を一時金で還元する傾向が強く、例えば、日本経済新聞が行った 2011 年夏のボーナス調査(中間集計)では、平均支給額は前年比 4.63%増と前年夏の同 0.15%に比べて高い伸びを示した。年末には生産が持ち直すに伴って所定外給与が増加することで、マクロ所得は持ち直すと予想する(図表 3-3)。所定内給与は 2011 年度も低い伸びに留まるとみられる。日本経済新聞による 2011 年の賃金動向調査(最終集計)によると、主要企業の賃上げ率は 1.67%と前年実績と同じである。企業の賃上げに対する慎重姿勢は変わらず、所定内給与の変動がマクロ所得に及ぼす寄与は引き続き小さいとみられる。

震災の影響による冬季賞与の減額がリスク要因

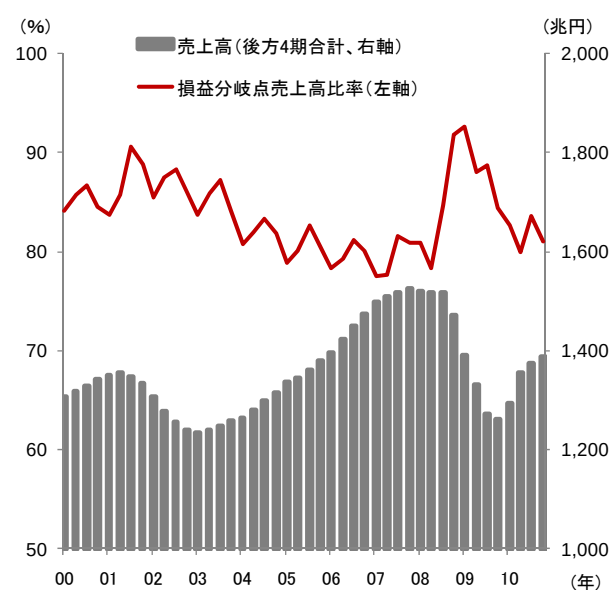
震災が企業業績に及ぼす影響がどの程度になるかは未だ全容が見えないことから、業績の悪化が著しい場合には冬季賞与の減額などを通じて所得を下振れさせるリスクがあろう。ただし、日銀短観 3 月調査による 2011 年度の大企業の売上高予想は金融危機前の 2007 年度の水準を未だ 12%程度下回る一方、企業のコスト削減努力によって損益分岐点売上高比率は急速に低下している(図表 3-4)。企業の収益体質が改善されていることは所得環境の下振れリスクをある程度軽減させるものと考えられる。

(図表 3-3) 実質マクロ所得変動の要因分解



(注) マクロ賃金は毎月勤労統計の常用労働者ベース。なお、「一般」とは一般労働者を意味する。
(出所) 厚生労働省資料より野村證券作成

(図表 3-4) 損益分岐点売上高比率の推移



(注) 金融保険業を除く全産業の数値。損益分岐点売上高比率は、減価償却と人件費計と支払利息等の合計を減価償却と人件費計と支払利息等と経常利益の合計で除して求めた。
(出所) 財務省資料より野村證券作成

(4) 貿易収支の大幅悪化は一時的

足下まで、震災は輸出減・輸入増の影響を及ぼしている

現在までのところ、震災の影響は輸出の減少・輸入の増加という形で現れている(図表 4-1)。財務省に拠れば、震災以降、自動車、自動車部品・同付属品、半導体等電子部品が輸出押し下げに寄与する一方、輸入の押し上げには石油、石炭、液化天然ガスなどが寄与しているとのことであった。国内製造業が震災によって受けたダメージが輸出を減少させている一方で、原子力発電所停止の影響を受けた燃料需要が輸入を押し上げている可能性が考えられる。こうした動きを受けて、4月の貿易収支は20日時点で7,868億円の赤字となった。これは、1957年以来、単月では過去3番目に大きい貿易赤字である。

今後注目すべき3つのポイント

今後注目されるのは、①輸出が増加に転じる時期、②原子力発電所の代替燃料輸入の影響と輸入全体の先行き、③貿易収支黒字化の時期、の3点であろう。

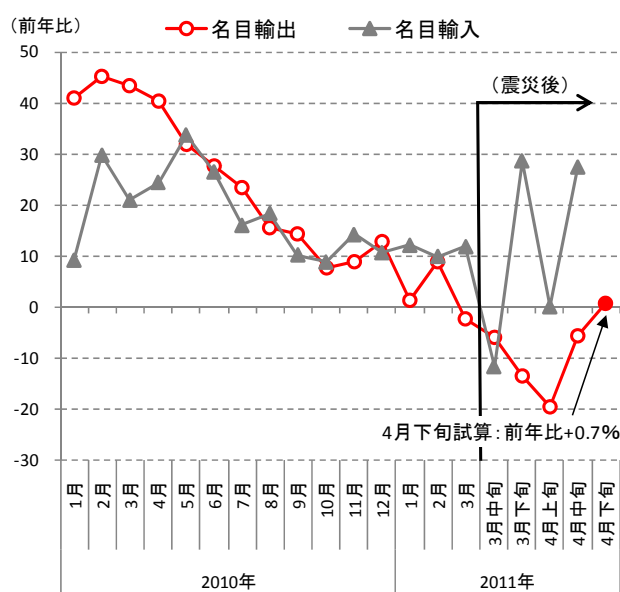
輸出は生産に1カ月遅れて回復し始めよう

我々は、5月には輸出が回復し始めると予想している。国内製造業の生産計画では4月から生産活動が回復に向かう見込みだが、4月上旬・中旬の輸出動向を確認すると、輸出は震災後前年比で減少が続き、ようやく4月下旬になって下げ止まりの兆しが見えたところである。我々の試算に拠れば、4月下旬の名目輸出が前年比+0.7%を上回って回復しない限り、4月全月での実質輸出は前月比では減少することになる。

国内生産と輸出では、業種別のウエイトが異なる

製造業の生産計画に基づき、4 月以降の輸出についてイメージを示したのが図表 4-2 である。3 月における輸出の落ち込みが生産と比べて小幅だった点に鑑みれば、鉱工業生産と比較してやや強めの回復である。これは、非常に早い生産回復が見込まれる一般機械工業の輸出に占めるウエイトが鉱工業生産指数に比べて高いことが背景にある。7 月以降の輸出の回復は、輸出の中で最大のウエイトを占める輸送機械工業の生産正常化の動きに左右されることが予想される。報道等によれば大手自動車各社の生産正常化のタイミングは秋頃とのことであるが、輸送機械工業全体としてみれば夏以降徐々に生産体制が正常化に近づくと思われる。四半期で見た実質輸出が増加に転じるのは 7-9 月期となろう。

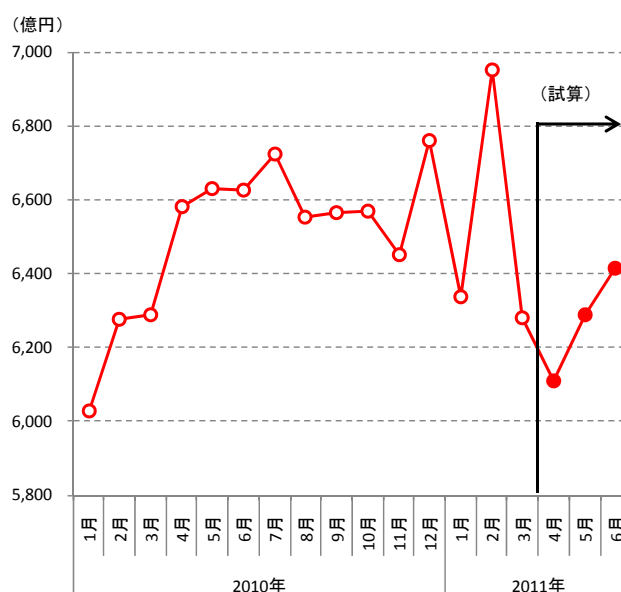
(図表 4-1) 名目輸出入の推移



(注)塗りつぶしは 4 月の実質輸出が前月比 0% となるときの名目輸出前年同月比の値

(出所)財務省資料より野村證券作成

(図表 4-2) 実質輸出の回復イメージ



(出所)野村證券作成

輸入は減速に転じるだろう

足下で震災以前からむしろ加速している輸入だが、我々はそう遠くない時期に輸入が減速すると考えている。財別に輸入の内訳を見ると、最終需要財の割合は約 3 割弱に過ぎず、残りの 7 割強は生産財・資本財などの生産関連財である (図表 4-3)。国内の生産水準の低下に伴い、輸入には下押し圧力が掛かることが予想される (図表 4-4)。

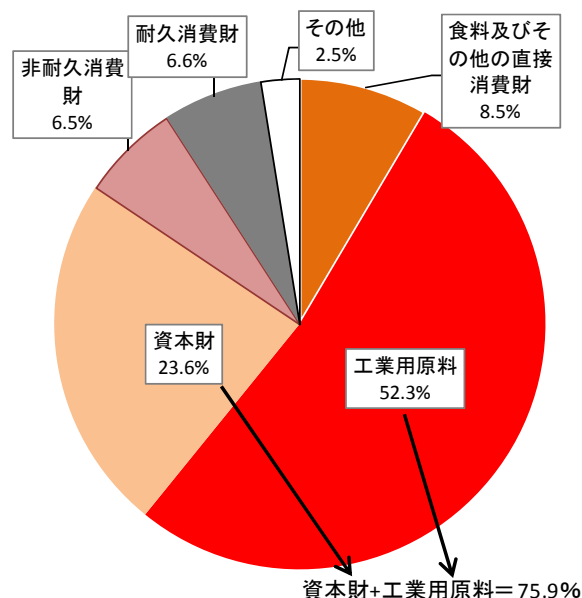
代替燃料輸入のインパクトは限定的

一方、輸入には原子力発電所停止に伴う代替燃料輸入が押し上げ圧力となろう。日本経済新聞によれば、停止した原発をすべて補うためには最大で今年度に 1 兆 1,500 億円程度の燃料調達が必要とのことである。例年の燃料輸入のパターンに沿って代替分の燃料が追加的に輸入された場合、月あたり約 950 億円の輸入増加となり、名目輸入を前年比で 2%ポイント弱押し上げることになる。実際には停止していた原発を火力発電で全て補うことは難しいことから更に影響は小幅になると思われるが、いずれにしても輸入の方向性を左右するほどの増加とはならないだろう。

貿易収支は 10-12 月期
に黒字化すると予想

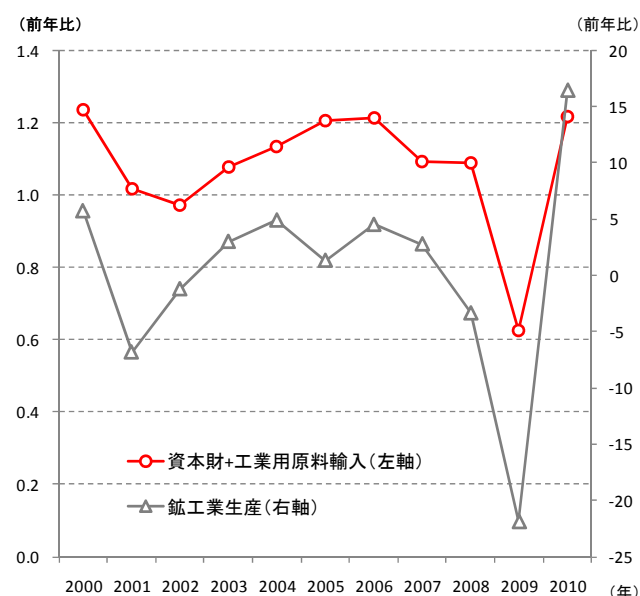
以上を踏まえ、我々は貿易収支が 7-9 期までは赤字になるものの、輸出の回復を受けて 10-12 月期以降は黒字転換すると予想している。仮に輸送機械工業の生産正常化が早まれば、その分だけ黒字化の時期は早まることになる。企業の公開情報が基本的には保守的な見通しであるとすれば、我々の貿易収支黒字化時期には前倒しの可能性があると考えておきたい。

(図表 4-3) 財別輸入の構成比(2010 年)



(出所)ジェトロ資料より野村證券作成

(図表 4-4) 生産と生産関連財輸入の連動性



(出所)ジェトロ資料より野村證券作成

(5) 設備投資は供給制約の解消に伴い持ち直し

4-6 月期コア機械受注
の受注見通しは前期比
+10.0%と好調

機械受注統計によれば、3 月のコア機械受注は前月比+2.9%となり、市場予想の同-10.0%を大幅に上回った(図表 5-1)。震災後の経済活動の停滞や企業/家計のマインド悪化にも関わらず、設備投資の先行指標とされるコア機械受注が増加したことは市場にサプライズをもたらした。同時に公表された機械メーカーの受注見通しによれば、4-6 月期のコア機械受注は前期比+10.0%と大幅な増加が期待されている。これは、阪神・淡路大震災後のコア機械受注や GDP ベースの設備投資に目立った落ち込みがなかったことなどと整合的な結果であり、3 月の結果と過去の経験則を根拠に「震災を経ても設備投資は堅調を維持するだろう」との声も聞かれる。

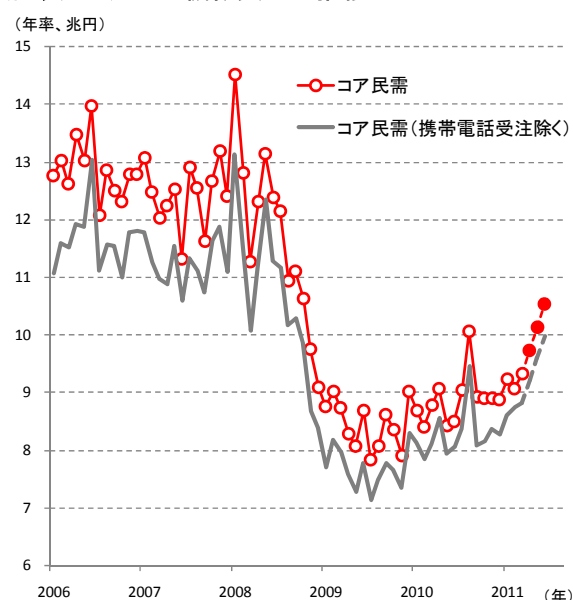
しかし、少なくとも
4-6 月期の設備投資は
落ち込もう

しかし、少なくとも 4-6 月期の設備投資は減少する可能性が高いと我々は考えている。機械受注統計では 4-6 月期に大幅受注増が見込まれているが、あくまで機械メーカーによる受注見込みに過ぎないこと、供給制約の面から達成率が低水準にとどまる可能性があることを勘案すれば、4-6 月期の受注見込みを根拠に設備投資の堅調を予想するのは早計だろう。

資本財出荷に占める輸 送用資本財の割合は 28.5%と高い

供給制約の影響を確認する観点から、機械受注と並んで設備投資の参考指標とされる資本財出荷のウエイトを見たのが図表 5-2 である。資本財出荷のうち実に 28.5%が輸送用資本財によって占められている。仮に 4-6 月期における輸送機械工業の稼働率を高めに見積もり、本来の 70%程度としても、4-6 月期の資本財出荷に対して本来の水準から 8.6%程度の押し下げ圧力が働くことになる。製造工業生産予測調査によれば、震災後の一般機械工業の回復は著しいものになる模様だが、それでも 5 月段階で 2 月生産水準をようやく取り戻す程度であることから、輸送機械工業による下押し圧力を払拭するほどの強さではない。4-6 月期の資本財出荷は減少することとなろう。GDP ベースの設備投資が、資本財出荷の計数を用いて作成されることを踏まえれば、4-6 月期の設備投資が 1-3 月期に続く 2 四半期連続の減少となる可能性は高いと言えよう。

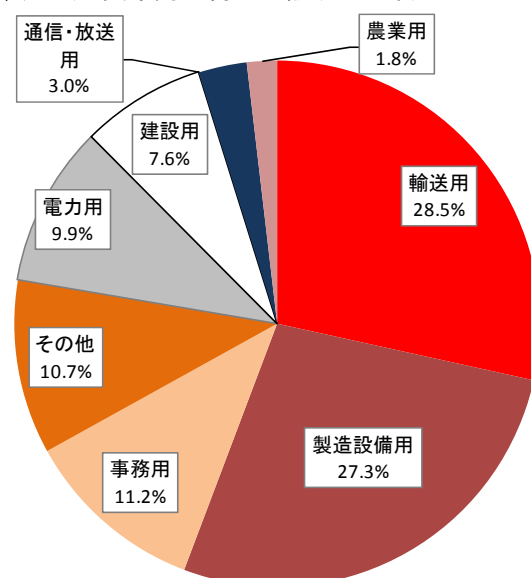
(図表 5-1) コア機械受注の推移



(注) 塗りつぶし・点線は、機械メーカーによる受注見通しの計数を用いた先行き試算。

(出所) 内閣府資料より野村證券作成

(図表 5-2) 資本財出荷の内訳(2005 年)



(出所) 経済産業省資料より野村證券作成

7-9 月期以降の設備等 には上振れ材料が

ただし、7-9 月期以降の設備投資に対して、我々は楽観的なスタンスを取っている。7-9 月期ごろには供給制約はかなり解消すると見られることから、①4-6 月期に受注したものの製造・出荷が難しかった資本財の出荷が進む可能性が高いこと、②震災で毀損した設備の復興需要が始まるだろうことなどが想定される。

企業の設備投資に対し る意欲は低くない

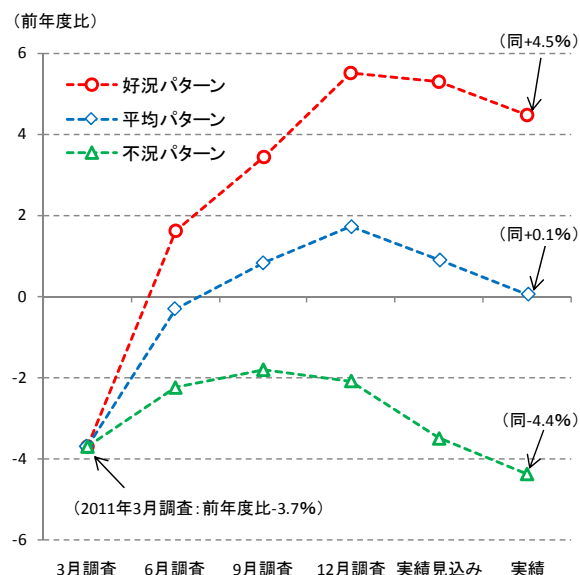
上述のような一時的な要因に加え、基本観としても設備投資は回復基調が続く可能性が高い。震災を跨いで行われた『日銀短観』(3 月調査)によれば、全規模・全産業における 2011 年度の設備投資計画は前年度比-3.7%だった。設備投資計画に見られる修正パターンを用いて、景気持ち直しが継続した場合の 2011 年度設備投資実績を試算すれば、最終的に同+4.5%程

度までの上方修正を見込むことが可能だ（図表 5-3）。景気が長期安定局面にあった 2003～2006 年ごろと比較すれば高い伸びではないが、企業が設備投資に対して前向きである可能性を示す内容と言えよう。

海外進出が目先の設備投資を抑制するとは考えにくい

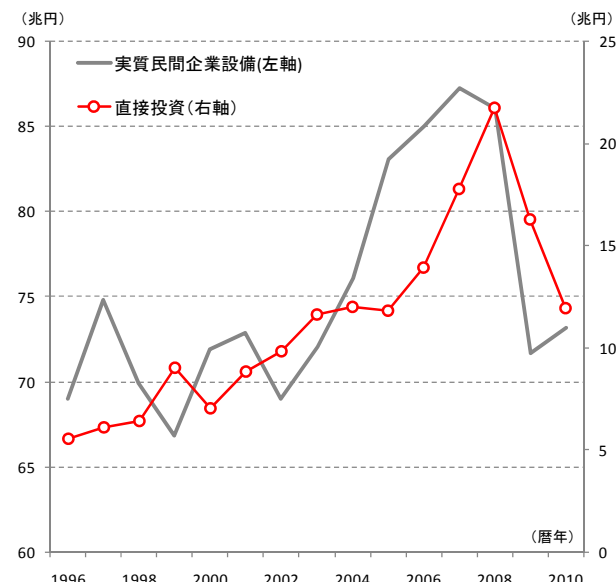
設備投資に対する下方リスクとして挙げられるのが、企業が海外進出を検討する中で国内の新規設備投資需要が高まらない可能性である。確かに、日本の「地震リスク」が意識される可能性は否定できない。しかし、過去の経験に照らし合わせると、海外直接投資は国内設備投資に 2 年前後遅れる傾向が見られる（図表 5-4）。国内景気の回復と企業収益環境の改善が設備投資に結びつき、経営環境が安定的になった後により海外進出が進むと考えれば、現段階で「空洞化」リスクを過大に評価するべきではないだろう。

（図表 5-3）設備投資計画の修正パターン



（注）修正パターンの計算には、2000 年以降の計数を利用した
（出所）日本銀行資料より野村證券作成

（図表 5-4）海外直接投資と設備投資の推移



（出所）内閣府、財務省資料より野村證券作成

（6）震災が物価に与える影響は限定的

震災後の一部品目の物価上昇は、物価全体を押し上げるに至らず

震災によるサプライチェーン（供給連鎖）障害から足下では供給力が低下しており、それが負の需給ギャップの縮小を通じて、デフレ脱却時期を早めるのではないかとの見方が浮上している。3 月分消費者物価には震災の影響が十分に織り込まれていないとみられるため、4 月分東京都区部の結果から震災後の状況をみると、牛乳、ヨーグルト、納豆、調理パン、ミネラルウォーターなど、物資不足が顕著となった一部の品目で価格の上昇が観察される。ただし、いずれも物価全体を押し上げるほどのインパクトはなく、昨年 4 月より実施された公立高校無償化の影響や、原油価格上昇などによる石油製品上昇の寄与を除くと、今年 4 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年比でみて 3 月から殆ど変化していない。上記

の食料品価格の上昇に関しても、値上げ報道は殆ど見られず、震災後の生産及び流通網の混乱のために特売が実施できなかったことが影響していると考えられる。なお、全国ベースでは被災地の東北地方が含まれるものの、その他の多くの地域が加わるため、東京都区部に比べれば物価変動は希釈されると考えられる。

供給制約が短期間に終わると想定される場合、物価上昇圧力は限定的

供給制約に陥った品目は一部に留まり、また短期的な事象でもある。上述の食料品に関しては既にほぼ供給制約が解消されており、サプライチェーン障害の影響が大きい自動車産業も秋口には生産水準が回復すると見込まれている。一方で、個人消費は前述のように震災前の水準回復まで 1 年程度要すると想定している。すなわち、供給の回復は需要の回復よりも速く、供給が需要を下回る期間は短期間に限られる（図表 6-1）。このように供給制約が短期間に終わることが想定されている場合、価格引き上げを行えば企業イメージを損ない、供給制約が解消された後に顧客離れを引き起こす懸念がある。そのため、震災により原材料の調達コストが上昇するなどの事態が生じない限り、短期的な利益を追求して、企業が安易な価格引き上げに動くことは考えにくい。

個人消費低迷の長期化により物価低下圧力が増す可能性も

以上のように、供給制約が一部品目でごく短期間に留まると想定される場合、物価上昇圧力は限定的とみられる。一方で、消費者心理の悪化などにより需要の低迷が長引けば、負の需給ギャップの縮小時期は、震災前よりもむしろ後ずれする可能性もある（図表 6-1）。この場合、より長い期間で考えると、震災はむしろ物価を押し下げる方向に働くことになる。この場合でも、現時点では物価に与える影響は限定的とみているが、需給ギャップの変動による物価への影響を考えるうえでは、依然として需要サイドが重要であると言えよう。

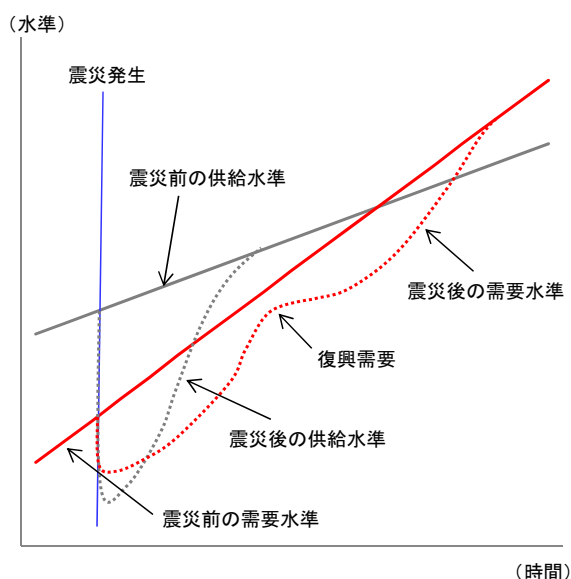
2011 年度、2012 年度のコア CPI は前年比 +0.5%、+0.4%と予測

2011 年度のコア CPI は前年比+0.5%と、前回（3 月 30 日時点）予測から +0.1%ポイント上方修正したが、野村グループによる原油及び為替見通しの変更を反映させたためであり、震災の影響は前述のように小さいと想定している。国際原油価格は 5 月に入って調整しているが、4 月までの実績更新及び予測値変更の効果により、今回はわずかながら上方修正となった。なお、2012 年度のコア CPI 予測は前年比+0.4%に据え置いている。コア CPI の変動は、原油・為替などの外部要因によるところが大きく、外部要因や制度変更などの特殊要因を除いた基調的な物価変動に関しては、これまで通り、緩やかな上昇が続くと想定している。

基準改定の影響は前年比-0.5%ポイント程度と予想

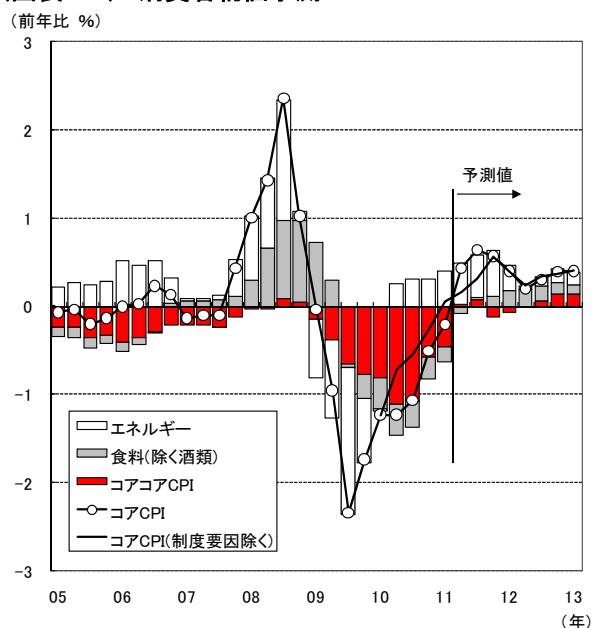
CPI は 2005 年基準から 2010 年基準へと変更が予定されており、8 月に過去分データが公表され、8 月下旬公表予定の 7 月分結果から新基準での発表となる。野村証券では、採用品目の入れ替えや指数水準のリセットによる実質的なウエイトの変化などから、新基準への変更によりコア CPI は現基準値に比べて 0.5%ポイント程度下方修正されるとみている。

(図表 6-1) 震災後の需要・供給の概念図



(出所) 野村證券

(図表 6-2) 消費者物価予測



(注) 1. エネルギーは電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリン。コアCPIは、生鮮食品を除いた消費者物価指数。コアCPIは、エネルギーと食料(除く酒類)を除いた消費者物価指数。
 2. 予測の前提は、11年度、12年度について WTI が 109.0 ドル/バレル、107.0 ドル/バレル、円ドルレートが 86.0 円/ドル、92.0 円/ドル。
 3. 「制度要因」は、2010 年 4 月における公立高校授業料の無償化、私立高校授業料の減額、診療報酬の引き上げ、2010 年 6 月における一部高速道路無料化(CPIには7月分より反映)、2010 年 10 月におけるたばこ税の引き上げ。

(出所) 総務省資料より野村證券作成

コア CPI は、エネルギー価格等の押し上げ寄与がなくなれば、再び下落する可能性

コア CPI の四半期予測では、2011 年後半は旧基準で前年同月比+0.6%程度まで高まるとみており（図表 6-2）、新基準でもコア CPI は一旦上昇率がプラスに転じる可能性が高い。ただし、原油価格が調整に向かい、円の下落傾向も一段落するという現時点の前提に基づけば、コア CPI は 2012 年に入り再び低下することが予想される。その場合、一旦プラス化したコア CPI の伸びは再び下落に転じることになる。外部要因や特殊要因を除いた基調的な物価上昇率が安定的にプラスの領域に入るには、なお 3 年程度を要する見込みである。

(7) 供給制約は秋までにほぼ解消へ

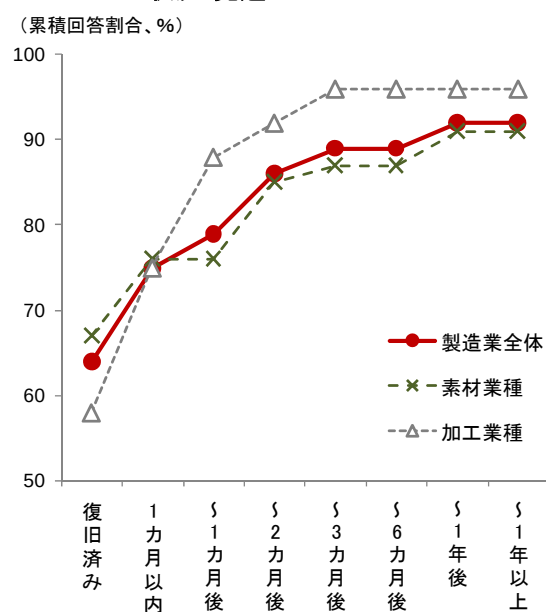
当面の経済活動は供給制約によって規定される

当面の日本経済は、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の不足といった供給制約によって規定されると考えられる。このため、供給制約が解消されていくにつれて、景気は回復経路へと復していくことが期待できる。既述したように、我々はこれらの供給制約は秋までにはほぼ解消される可能性が高いと予想している。

被災設備の復旧は夏までにほぼ終了する見込み

経済産業省によれば、被災地域（青森、岩手、宮城、福島、茨城、栃木、千葉 7 県）における災害救助法適用市町村にある事業所数の全国の事業所数に占める比率は 7%程度である。同省の調査（調査期間：4 月 8 日～4 月 15 日）によれば、製造業では調査時点で既に 64%の事業所が復旧済みであり、夏までには 9 割以上が復旧する見通しである（図表 7-1）。

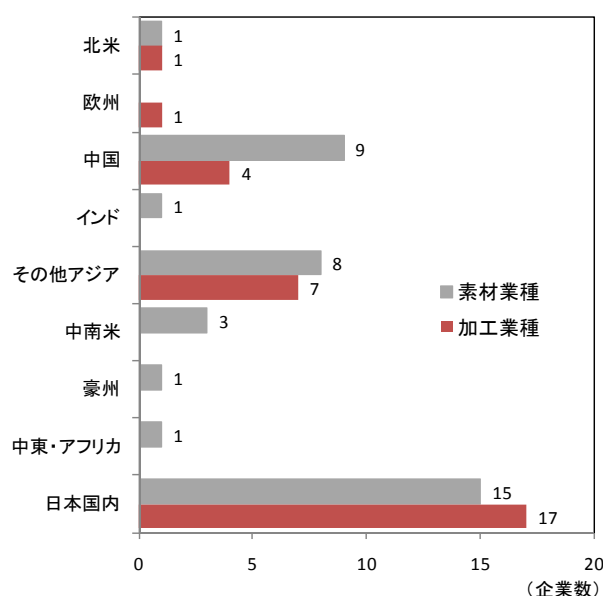
（図表 7-1）被災地の生産拠点の復旧の状況・見通し



（注）調査期間は 4 月 8 日～4 月 15 日。復旧見通しが「わからない」と回答した企業は除く。

（出所）経済産業省資料より野村證券作成

（図表 7-2）原材料・部品等の代替調達先



（注）1.調査期間は 4 月 8 日～15 日。対象企業 55 社（素材業種 33 社、加工業種 22 社）。

2.その他アジア：中国、インド以外のアジア地域

3.国、地域に関しては複数回答。

（出所）経済産業省資料より野村證券作成

サプライチェーン障害も 10 月までには概ね解消

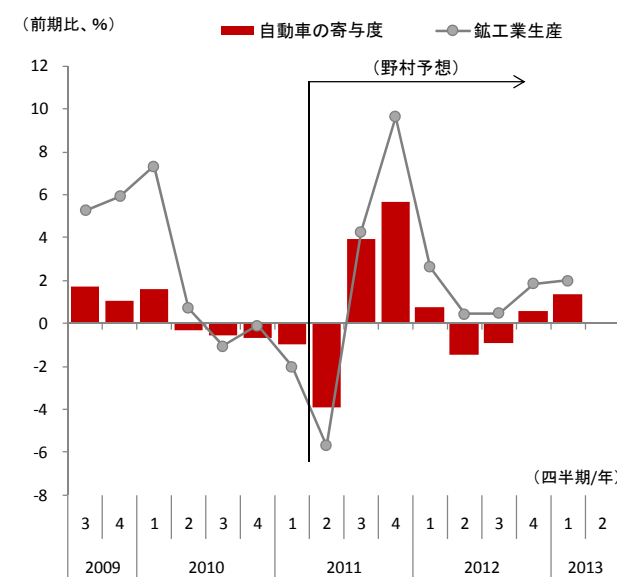
生産設備の復旧とともに、サプライチェーン障害の解消も進展することが期待される。同じく経済産業省の調査によれば、10 月までには素材業種の 85%、加工業種の 71%が十分な調達量が確保できる見込みである。復旧に時間がかかる原材料・部材に関しては、国内のみならずアジア諸国を中心とした海外からも代替調達が進められているようだ（図表 7-2）。

震災後、最も深刻なサプライチェーン問題に晒されたのが自動車産業である。自動車は部品点数が多く、関連産業の裾野が広い上に、今回の震災では自動車向け MCU（マイクロ・コントロール・ユニット）生産工場が被災した影響が懸念されている。自動車向け MCU の生産は 6 月初めにも再開される見込みだ。野村のアナリストは、9 月までには MCU を含めた関連部品の十分な調達が可能になり、完成車メーカー各社は生産車種を絞ることで通常の生産に回帰できると予想している。

自動車生産は、夏場以降に急反発すると予想

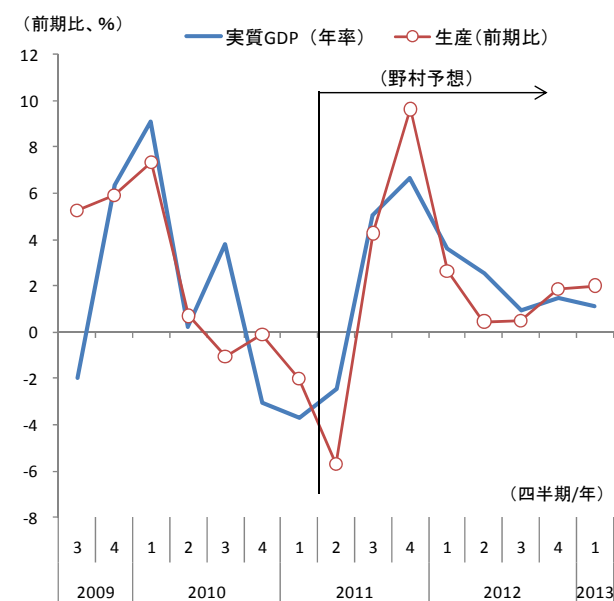
今回の経済見通しにおける我々の自動車生産予測は、概ね上記のアナリスト見通しに沿ったものである。震災直前の 2 月を基準に 8 月には稼働率が 6 割程度に回復、遅くとも 10 月には 2 月の生産水準を上回ると予測している。自動車生産は 1-3 月期の前期比-9.5%に続き、4-6 月期も同-36%強低下するものの、7-9 月期、10-12 月期はそれぞれ同+39%、同+51.1%と日本経済の V 字型回復の一端を担うと予想している（図表 7-3、7-4）。

（図表 7-3）生産動向に対する自動車の影響



（出所）経済産業省資料より野村證券作成

（図表 7-4）実質 GDP と鉱工業生産の推移



（出所）内閣府、経済産業省資料より野村證券作成

電力不足も深刻な生産障害にはならない

夏場の電力不足が生産に与える悪影響に関しては依然として不透明感が高く、市場の一部には生産における深刻なボトルネック（制約条件）になるとの見方もある。我々は、震災直後のような輪番停電ではなく、各企業に対する節電目標の導入へと対策が切り替わったことに加え、以下の 3 つの観点から、景気失速に繋がるような影響が出る可能性は低いと考えている。

企業は生産量への影響を回避する節電計画を策定

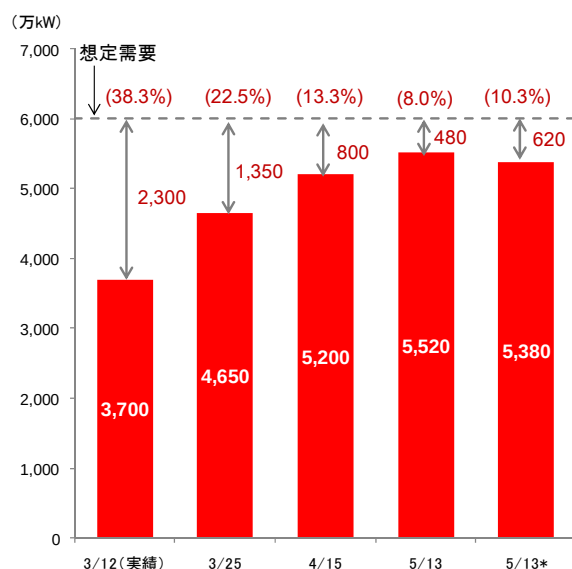
第一に、各企業は生産高への影響を回避する形で節電対策を打ち出している。経済団体連合会は「電力対策自主行動計画」として、自家発電の活用、早朝・夜間操業、休日のシフト、輪番休業、使用電力の大きな機器のピーク時からのシフト等、使用電力の時間的分散を図ることで、生産量への影響を回避する方針である。

電力供給力は順調に改善

第二に、東京電力、東北電力ともに夏場の電力供給力見通しを随時上方修正している（図表 7-5、7-6）。東京電力は 7 月時点の供給力見通しを 3 月 25 日時点の 4,650 万 kW から、5 月 13 日には 5,520 万 kW（東北電力への融通分を除けば 5,380 万 kW）まで引き上げた。これは、夏場の気温が平年並であった場合の最大電力需要量（5,500 万 kW）とほぼ等しい。夏季の電力需要期が始まる前の 6 月に、電力供給見通しが更に上方修正される可

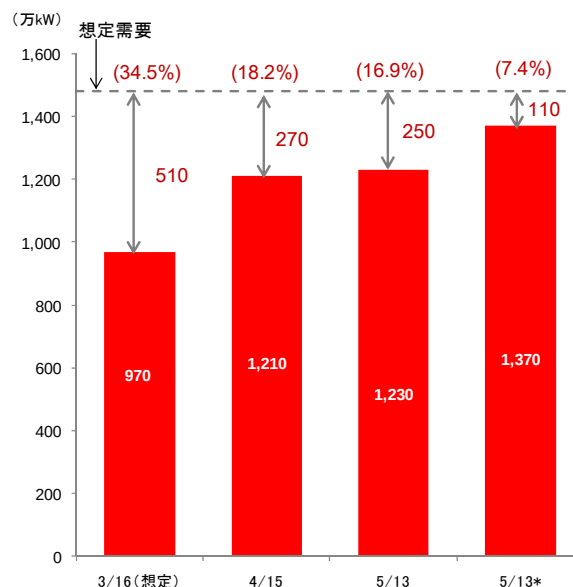
能性もある。これらの点を勘案すれば、電力不足が生産活動を著しく制約する可能性は小さくなったと考えられる。

(図表 7-5) 2011 年 7 月末の電力供給見通し
(東京電力)



(注) *: 東北電力に最大限の電力供給を行った場合の供給量を表す。
(出所) 経済産業省、東京電力資料より野村證券作成

(図表 7-6) 2011 年 8 月末の電力供給見通し
(東北電力)



(注) *: 東京電力から最大限の電力供給を受けた場合の供給量を表す。
(出所) 経済産業省、東北電力資料より野村證券作成

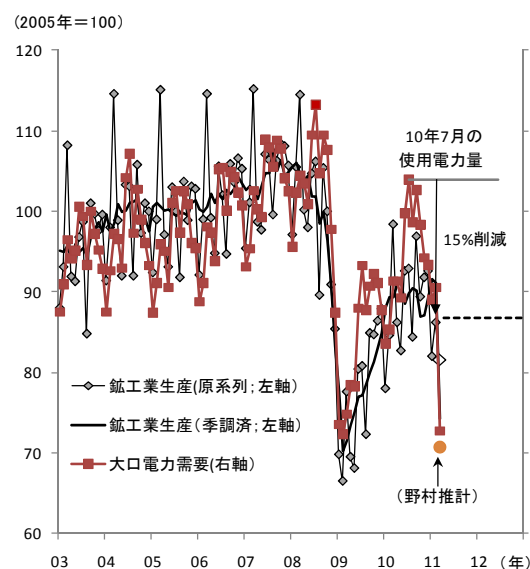
電力不足が深刻な障害となる程度まで生産水準が達しない可能性も

第三に、電力不足が強烈な供給制約となる水準まで生産が回復し得ない可能性がある。以下では、大口電力の需要家において、月間使用電力量のピークであった昨年 7 月の使用電力量を 15%削減した場合に想定される生産水準を推計し、電力不足が生産抑制要因として作用する可能性のある最低生産水準の目安とした。実際には、経済産業省は昨年 7～9 月の平日 9 時～20 時における使用最大電力に対して 15%の削減を求めている。すなわち、1 日当たり、あるいは月間の使用電力量に対する制限ではない。我々の試算は、電力不足の生産への影響を実際よりも過大に見積もっている可能性が高い点には注意して頂きたい。

震災の影響から、3 月の生産は急落

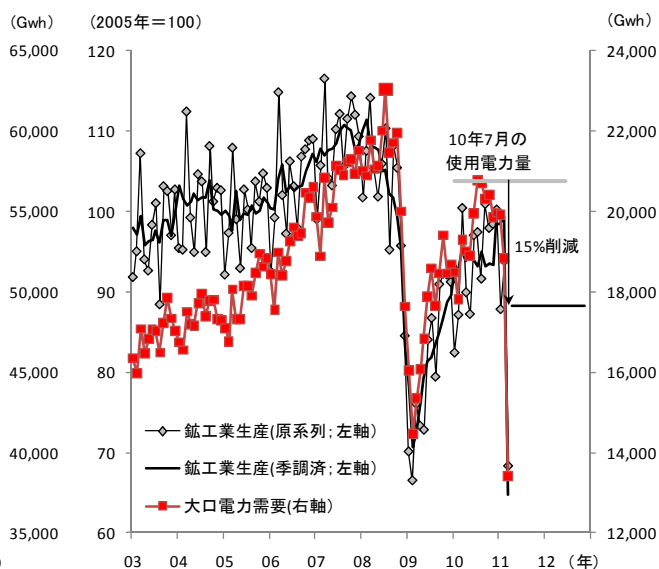
関東及び東北地方の 3 月実績をみると、震災の影響から使用電力量は大幅に下落している。震災の影響を直接見る上で、鉱工業生産の原系列（季節性を考慮しない系列）の動きをみると、東北地方の生産は前月比-27.2%（季調済：同-35.0%）と、単月としてはリーマンショック時を上回る下落幅を記録している。一方、関東地方では同-5.3%（季調済：同-18.6%）の下落にとどまっており、水準的にも 1 月の生産水準とほぼ同程度である。過去の動きを振り返ってみると、季節的に 3 月の生産水準は使用電力量とも大幅に乖離する形で上振れる癖があることが分かる（図表 7-7、7-8）。このため、この統計の癖を除去する一つの目安として使用電力量を用いて生産水準を推計すると、3 月の生産水準は 70.7、前月比-18.0%となった（図表 7-9）。

(図表 7-7) 関東地方の生産と大口使用電力量



(注) 野村推計は3月の鉱工業生産を使用電力量で回帰。
(出所) 経済産業省、電気事業連合会資料より野村證券作成

(図表 7-8) 東北地方の生産と大口使用電力量



(出所) 経済産業省、電気事業連合会資料より野村證券作成

次いで、昨年7月の使用電力量を15%削減した場合に想定される生産水準を、電力不足が生産の制約条件となり得る最低生産水準の目安とし、この生産水準と3月実績の距離(6月に同水準まで生産が回復するために必要となる月間平均成長ペース)を求めた。

(図表 7-9) 電力不足が制約条件となる生産量の試算(関東地方)

	2010年7月の 生産水準	電力に対する 生産の弾 性値	電力15%削 減時の想定 生産水準	3月の 生産水準	想定水準 との乖離率	6月に上限に 達する場合の 月間平均成 長率	3月の 生産水準 (野村推計値)	想定水準 との乖離率	6月に上限に 達する場合の 月間平均成 長率
	①	②	③	④	③/④		④'	③/④'	
鉱工業生産	92.9	1.2	76.2	81.6	-6.6	-2.2	70.7	7.8	2.6
鉱業	94.9	0.4	88.9	120.0	-26.0	-9.5	102.0	-12.9	-4.5
食料品	103.1	0.2	99.5	94.2	5.7	1.9	94.2	5.7	1.9
紙・パルプ	88.3	0.9	76.8	90.1	-14.8	-5.2	85.5	-10.2	-3.5
化学工業	103.5	0.3	99.0	79.3	24.8	7.7	90.9	8.9	2.9
ゴム製品	81.3	0.9	70.8	59.8	18.4	5.8	64.3	10.1	3.2
窯業・土石製品	84.9	1.3	68.7	73.3	-6.2	-2.1	71.4	-3.7	-1.2
鉄鋼	93.5	0.9	80.3	76.9	4.4	1.5	86.6	-7.3	-2.5
非鉄金属	87.4	1.6	67.0	71.4	-6.1	-2.1	56.2	19.2	6.0
機械器具	90.8	1.3	73.5	78.7	-6.7	-2.3	61.1	20.3	6.3

(注) 1. データはすべて原系列。

2. $③ = ① \times (1 - (0.15 \times ②))$

3. 機械器具: 一般機械、電気機械、情報通信、電子部品・デバイス、輸送機械、精密機械の合計。

4. 経済産業省の節電行動計画は生産高への悪影響を極力回避するよう計画されており、節電が直接生産高の減少に繋がるわけではない点に注意。

(出所) 経済産業省、電気事業連合会資料より野村證券作成

電力不足が関東地方の生産に深刻な影響を与える可能性は低いと判断

関東地方について、3 月実績（原系列）を基準とすると、既に使用電力量を 15%削減した場合に想定される生産水準（図表 7-9 中の③）の上限に達している。3 月実績に基づけば、現状からの増産は電力不足の影響を被る可能性が高いと見なすことも可能だ。次いで野村推計値との距離感を見ると、鉱工業生産全体の乖離率（③/④'）は 7.8%、6 月に上限に達する場合の月間平均成長率は 2.6%となる。リーマンショック後に生産水準が底入れした後の 6 カ月間の平均回復ペースが 2.0%程度であった。被災設備の復旧には夏場までかかることが見込まれる点を勘案すると、6 月時点で想定生産水準まで回復するのは、不可能ではないが決して低いハードルとは言えない。業種別では、非鉄金属、機械器具の乖離率が大きい一方で、鉱業、紙・パルプ、鉄鋼、窯業・土石製品と言った業種では、既に目安となる水準を野村推計による生産推定値が上回っており、電力不足による供給制約に晒され易いことが窺われる（これら 4 業種の全生産量に占める割合は 8.5%程度）。以上の諸点を踏まえ、関東地方における夏場の電力不足が、深刻な生産抑制要因となる可能性は低いと考える。

東北でも電力不足がボトルネックとなる可能性は低い

東北地方に目を転じると、3 月実績と想定生産水準の乖離率は 6.6%、月間平均成長率は 2.1%である（図表 7-10）。同地方のリーマンショック後の平均回復ペースが 3.0%程度であったことを踏まえると、6 月までに目安の水準まで回復することも否定できない。ただし、東北地方は地震と津波で資本ストックが深刻な被害を被っていること、廃業を決めた企業が存在することを勘案すると、リーマンショック後のような回復ペースを取り戻すことは容易ではない可能性が高い。

（図表 7-10）電力不足が制約条件となる生産量の試算（東北地方）

	2010年7月の 生産水準	電力に対する 生産の弾 性値	電力15%削 減時の想定 生産水準	3月の 生産水準	想定水準と の乖離率	6月に上限 に達する場 合の月間平 均成長率
	①	②	③	④	③/④	
鉱工業生産	93.2	0.7	83.4	78.3	6.6	2.1
繊維	64.0	0.8	56.0	56.6	-1.0	-0.3
紙・パルプ	100.4	0.2	97.8	90.2	8.4	2.7
化学工業	109.2	0.3	104.7	102.5	2.1	0.7
ゴム製品	98.3	0.3	93.1	80.7	15.5	4.9
窯業・土石製品	84.7	0.8	75.0	53.7	39.6	11.8
鉄鋼	85.4	1.4	67.8	39.4	71.9	19.8
機械器具	101.4	1.1	85.1	70.9	20.0	6.3

（注）1. データはすべて原系列。

2. ③=①×(1-(0.15×②))

3. 機械器具：一般機械、電気機械、情報通信、電子部品・デバイス、輸送機械、精密機械の合計。

4. 経済産業省の節電行動計画は生産高への悪影響を極力回避するよう計画されており、節電が直接生産高の減少に繋がるわけではない点に注意。

（出所）経済産業省、電気事業連合会資料より野村證券作成

夏場の需要期を過ぎれば、電力不足問題は解消すると見込む

上記の試算は、あくまで節電が生産に影響し得る最低生産水準の目安を求めたものであり、実際の生産水準が同水準を上回れば、直ちに電力不足が生産抑制要因として作用するわけではない。既に指摘したように、企業は生産量への影響を回避する形で節電対策を打ち出している。また、電力供給力が大幅に改善していることを踏まえれば、夏場の需要期を過ぎれば電力不足に対する懸念は解消することが予想される。

(8) 拡大する復興関連支出

第 1 次補正予算が成立 5 月 2 日に、大震災の復興対策費 4 兆 153 億円を盛り込んだ 2011 年度第 1 次補正予算が成立した。

第 1 次補正予算の規模は、阪神大震災後に最初に編成された補正予算の 1 兆 223 億円の約 4 倍に達しており、サプライチェーン（供給連鎖）の支障緩和など、主に供給側要因の正常化が期待できる夏場以降の経済の持ち直しを、需要面から後押しすることが期待される。歳出項目のうち最大規模であるのが、全体の約 3 割を占める「公共事業関係費」の 1 兆 2,019 億円である。これは、海岸・道路、港湾・下水などの復旧（8,235 億円）、農地・農業用施設の復旧（500 億円）などからなる。

第 1 次補正予算は実質 GDP を 0.41%押し上げ 第 1 次補正予算のうち直接 GDP 押し上げに貢献する「公共投資関連（公共事業関係費以外も含む）」と「がれき処理関連」の支出は、それぞれ 2 兆 1,008 億円、3,519 億円、合計で 2 兆 4,527 億円と、総額の 61.1%に達すると推定される。「公共投資関連」と「がれき処理関連」に、個人所得を増減させる「個人所得関連」、企業の所得を増減させる「企業所得関連」を加えて試算すると、第 1 次補正は実質 GDP を 1 年間で 0.41%押し上げることになる（図表 8-1）。比較的大きい景気浮揚効果と評価できるだろう。

（図表 8-1）2011 年度第 1 次補正予算の経済効果

	合計	公共投資関連	がれき処理関連	個人所得関連	企業所得関連
1 四半期目	0.43	0.40	0.04	0.00	0.00
2 四半期目	0.44	0.42	0.04	-0.01	-0.01
3 四半期目	0.41	0.44	0.00	-0.02	-0.01
4 四半期目	0.41	0.45	0.00	-0.03	-0.01

（注）実質 GDP への影響（補正予算を想定しない場合との乖離率、%ポイント）。効果は累積。
（出所）内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2008 年度版）」を用いて野村證券試算

マニフェスト修正を含む歳出見直しで国債発行増額を回避 第 1 次補正予算の財源として政府は国債発行増額を回避し、歳出の見直し（予算の組み替え）で 3 兆 7,102 億円とほぼ大半、残りは税外収入の増額（高速道路の休日上限 1,000 円制度を 6 月に終了など）2,500 億円などで賄う。歳出見直しで最大規模なのが、基礎年金の国庫負担比率を 50%にす

るために今年度予算で確保した独立行政法人剰余金など 2 兆 4,897 億円を転用したことである。この国庫負担の不足分は、年金特別会計の年金積立金取り崩しで穴埋めされる方向である。さらにその場合には、取り崩し分を 2012 年度以降の抜本的な税制改革、即ち増税策で賄うこととされた。

第 2 次補正予算に注目 第 1 次補正は、歳出面では、道路・港湾の復旧、仮設住宅の建設、がれき処理など、緊急性の高いものが盛り込まれた一方で、被災地の復興について、中長期的なビジョン（青写真）に基づいた内容とはなっていない。また財源については、既述のように概ね歳出の見直し（予算の組み替え）で賄う形となっているが、復興支援費全体を今後も歳出の見直しで賄うことはほぼ不可能であり、国債発行増額、あるいは増税が不可避となろう。中長期的な復興ビジョン（青写真）に基づいた本格的な支出と今後の財源確保の手段が明示されるのは、9 月に成立が見込まれる第 2 次補正予算である。

浮上する消費税率引き上げの議論 復興支援の財源として、増税議論が俄かに高まってきた。2012 年度から 3 年間、3%の消費税率引き上げが検討されているとの報道もある。仮に 2012 年 4 月から消費税率が 3%引き上げられる場合を想定すると、実質 GDP は 1 年間の合計で 0.93%押し下げられ（消費税率が引き上げられない場合との乖離率）、また 2012 年度の平均成長率は 0.45%ポイント押し下げられる計算となる（図表 8-2）。

（図表 8-2）消費税率 3%引き上げの経済効果

	実質 GDP	民間最終消費支出	民間企業設備	民間住宅	輸出	輸入
1 四半期目	0.00	-0.03	0.15	0.00	0.00	0.00
2 四半期目	-0.30	-0.48	0.06	-0.03	0.00	-0.24
3 四半期目	-0.60	-0.81	-0.30	-0.21	0.03	-0.51
4 四半期目	-0.93	-1.23	-0.93	-0.45	0.06	-0.84
5 四半期目	-1.08	-1.35	-1.35	-0.72	0.06	-1.08
6 四半期目	-1.08	-1.44	-0.99	-1.05	0.06	-1.23
7 四半期目	-1.05	-1.53	-0.84	-1.26	0.09	-1.35
8 四半期目	-1.02	-1.59	-0.69	-1.53	0.15	-1.41
平均成長率 (1 年間)	-0.45	-0.63	-0.24	-0.18	0.03	-0.39

（注）実質 GDP への影響（補正予算を想定しない場合との乖離率、%ポイント）。効果は累積。

（出所）内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2008 年度版）」を用いて野村證券試算

消費税率引き上げでも大幅な景気悪化は生じない 震災後に日本経済が大きく低迷する中で復興支援の財源として消費税率引き上げが実施される際には、日本経済に極めて深刻な悪影響が及び、場合によっては大不況が生じるとの指摘も一部にあるが、これは正しくないだろう。これに関して以下の 4 点を指摘したい。

第 1 に、仮に消費税率引き上げが実施されるとしても、それは復興財源を賄う、つまり消費税率引き上げの景気抑制効果と同時に復興支援のための支出拡大が実施されるため、消費税率引き上げの景気抑制効果は相当減じられるはずである。

仮に公共投資を 7.5 兆円分拡大し、その財源を消費税率 3%ポイント引き上げで賄い財政に中立にする場合を想定すると、公共投資拡大によるプラスの経済波及効果（乗数効果）は消費税率引き上げによるマイナスの経済波及効果（乗数効果）を大幅に上回り、実質 GDP に対するネットの効果は 1 年後で+0.7%程度と推計される。

第 2 に、これと関連するが、消費税率引き上げが仮に早期に実施されるとしても、経済が震災の影響から脱して高成長を遂げている時期と重なる可能性が高く、その場合には経済の大幅な悪化を引き起こすことにはならないだろう。図表 8-2 の試算によれば、2012 年 4 月に消費税率が 3%ポイント引き上げられる場合、2012 年度の実質 GDP 平均成長率は 0.45%押し下げられる。現時点での我々の 2012 年度の実質 GDP 平均成長率見通しは、地震後の景気落ち込みの反動と復興需要により 2.9%と高い。消費税率 3%引き上げによって成長率が 2.4%程度に引き下げられても高成長に変わりはない。

第 3 に、図表 8-2 の試算結果は、消費税率が恒久的に引き上げられる場合の影響を示している。復興財源確保のための時限的な措置として消費税率が引き上げられた場合、中長期的な所得見通しに与える影響は大きくないため、個人消費に与えるマイナス効果は、この試算結果よりも小さくなることが見込まれる。

第 4 に、消費税収を拡大させることで被災者及び被災地の復興を助けるという意識が消費者の間に強ければ、あるいは政府がそのような意識を高めるように強く働きかければ、消費税率引き上げの消費抑制効果が、通常よりもかなり限定される可能性も考えられる。

将来の増税担保に国債発行増額先行か

ただし、復興支援費用の大半を、消費税率引き上げなど増税策で賄うことになる可能性は現時点では決して高いとは言えない。それは政治面から大きな困難を伴うためである。政府・与党内では、財政面から何の担保もなく国債増発で復興支援費用を賄うとの意見は少数であるようだ。現時点で最も有力な案は、復興支援費用を当初国債増発で賄った上で、数年後など将来時点での増税でその償還資金を担保することである。

財政支出見通しを大幅に引き上げ

前回（3 月 30 日時点）時点では、2011 年度中 3 回の補正予算で合計約 10 兆円の復興関連支出、そのうち直接 GDP を押し上げるいわゆる「真水」を約 6 兆円と想定していた。しかし、1 次補正予算は総額約 4 兆円、真水約 2.5 兆円と事前想定を上回り、また 9 月に成立が見込まれる 2 次補正予算については、今回の改定見通しで新たに 13 兆円の規模（うち真水は 7 兆円を想定）を想定した（3 次補正予算は想定しない）。この結果、2011 年度中の復興関連支出の総額は約 17 兆円と当初想定 of 7 割増となる。

他方、2012 年度予算で 4 兆円、2013 年度予算で 3 兆円、2014 年度予算で 1 兆円の復興関連支出を想定した。この場合、4 年間での復興関連支出総額は約 25 兆円、うち公共投資関連支出の総額は約 14 兆円となる。

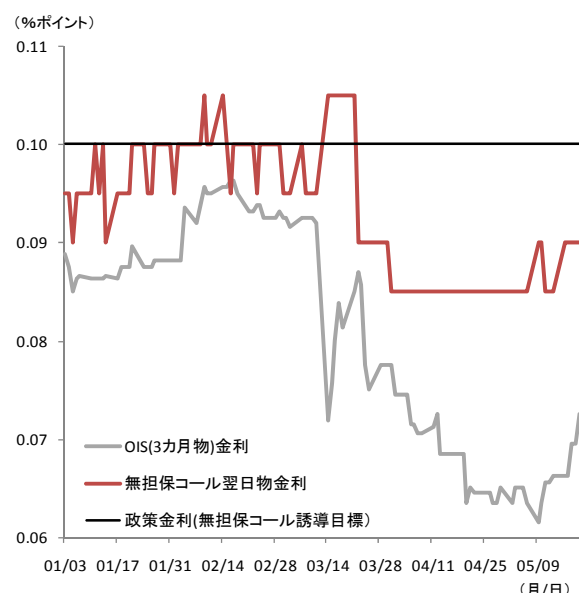
大震災の被害総額（資本ストック毀損額）は政府推定で最大 25 兆円であるが、今回の経済見通しでは、これに見合った規模の復興関連支出総額が想定されていることになる。また道路・鉄道など社会資本ストック毀損額は政府想定で最大 7.6 兆円程度となろうが、今回の経済見通しで想定された公共投資関連支出の総額はその約 2 倍であり、単なる復旧にとどまらない積極的な社会資本ストック再構築が想定されている。

(9) 異例の政策対応を受け短期金融市場は低位安定

震災後、日銀は異例の規模で資金供給を実施

日本銀行は震災発生直後に開催した金融政策決定会合で、リスク性資産を中心に資産買入等基金を通じた資産買入額を 5 兆円増額することを決定した。同時に金融調節オペを通じて連日巨額の資金供給を実施した。即日オペは 6 営業日連続で実施され、合計 23.2 兆円の資金供給が試みられた。結果、当座預金残高は、3 月 24 日には前回の量的緩和時を上回る 42.6 兆円まで積みあがり、無担保コール翌日物金利の上振れ幅は誘導目標（0.1%）から 1 ベーシス・ポイント（＝0.01%ポイント）以下に抑制された（図表 9-1）。その後、日銀の金融調節オペは平時の体制へと回帰し、当座預金残高も 27.8 兆円まで減少している（5 月 20 日現在）。それにもかかわらず、無担保コール翌日物金利は誘導目標を 1 ～1.5 ベーシス程度下回って推移、OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）レートも低位で安定推移している。

（図表 9-1）翌日物金利の推移



（注）OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ金利）は 3 カ月金利。
（出所）ブルームバーグ、野村證券

（図表 9-2）クレジット・スプレッドの動向



（注）OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ金利）、LIBOR（ロンドン銀行間金利）は、いずれも 3 カ月金利。
（出所）ブルームバーグ、野村證券

結果、金融市場の混乱が危機を増幅させる状況は回避

この間、金融市場の混乱度合いを測る各種クレジット・スプレッド指標も比較的安定した動きを示しており（図表 9-2）、未曾有の大震災が金融市場の危機的混乱を通じて増幅され、二次的、三次的災害を引き起こす事態はひとまず回避された。企業の短期資金の調達環境を表す CP(コマーシャルペーパー)と OIS 金利のスプレッド、金融機関のカウンター・パーティーリスクを測る LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)金利と OIS のスプレッドともに、震災直後と比べて高止まりしているものの、CP（格付け A1+）は 0.1%、LIBOR は 0.2%程度の低金利水準で安定推移しており、国内のクレジット・スプレッドが高まっている様子は伺えない。

追加緩和の発動要件として注目される 4 つのポイント

我々は、景気の先行き不透明感が強い中で、日銀が追加で金融緩和措置を講じる可能性が高いと考えている。追加緩和策発動の契機としては、①円高・株安等の金融市場の再混乱、②景気指標の予想外の下振れ、③政治情勢の混乱に伴う景況感悪化や政策発動時期の遅れ、等の景気悪化リスクに加え、④政府の本格的な復興対策との協調、の 4 点を想定している。

急速な円高・株安リスクは後退している模様

急速な円高の進展や株価の急落に見舞われれば、日銀は予防的に追加緩和措置を講ずると予想している。これまでは、米国で量的緩和策第二弾(QE2)が終了となる 6 月前後のタイミングで市場が混乱するリスクを警戒してきたが、米連邦準備制度理事会が量的緩和終了後も引き締めを急がない姿勢を示したことで、そのリスクは後退している模様である。

景気の先行き不確実性に対し、日銀は政策対応を急いでいない様子

景気動向に関しては、日銀内の共通認識として、震災の影響に対する不確実性に対する警戒感、供給制約の長期化による需要下振れリスク、がある。このような不確実性に対して予防的に動くならば 6 月、あるいは『日銀短観』(6 月調査)を待って 7 月の決定会合で緩和策を講じる可能性を念頭に置いてきた。ただし、直近(5 月)の決定会合にける声明および白川総裁発言を見る限りでは、この点に関して特に日銀の警戒感が高まっている様子は見受けられない。

政府の政策審議は当初の想定よりも後ずれ

政府の予算審議に関しては、従来の見通しと比べて後ずれしており、第 2 次補正予算の編成・成立は 8 月～9 月となりそう。我々は日銀が政府との協調姿勢を強める、もしくは予算審議の難航に伴い政府から日銀への緩和要請が高まることが、追加緩和の契機となると引き続き考えている。その場合、追加緩和のタイミングは 8 月以降へとずれ込む公算が大きい。

追加金融緩和のタイミングを 8 月前後と予想

以上の諸点を勘案し、追加緩和時期の見通しを 6 月から夏場以降へと修正する。現時点では具体的なタイミングを判断する材料に乏しいが、メインシナリオとしては 8 月(4、5 日)、緩和措置としては資産買入等基金の 3～5 兆円程度の増額となる可能性が高いと考えている。

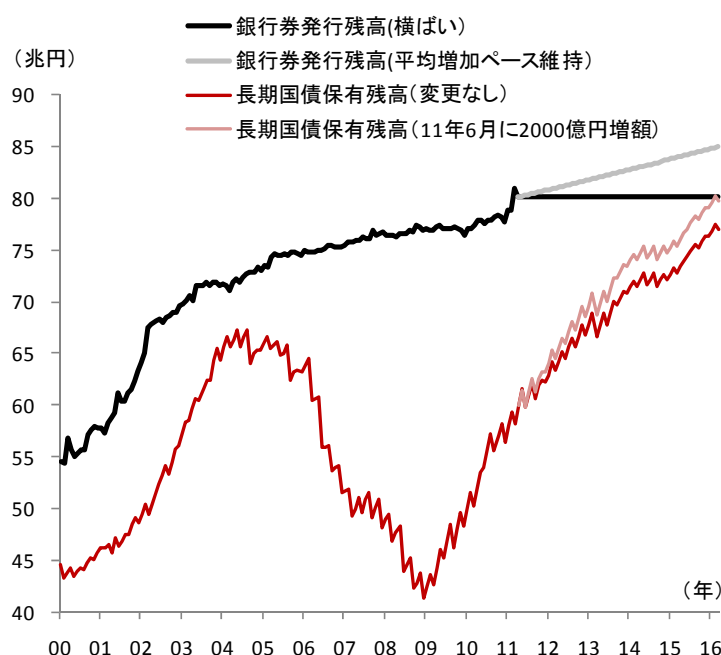
長期国債買入オペの増額はサブシナリオ

市場の一部には、追加緩和策として長期国債買入オペの増額を予想する向きもある。背景には、震災からの復興支援策としてより長めの金利へ働きかけることを想定している面と、与野党の一部にある日銀による国債引受論を回避する意味合いを重視している面が見受けられる。我々もサブシナ

リオとして、政府からの要請が高まれば同緩和策が実施される可能性はあると考えている。ただし、長期国債買入オペが想定している時間軸は資産買入オペよりもより長期であり、現時点で日銀が国債買入増額に前向きであるとは考え難い。日銀は「2010 年の金融市場調節」（4 月 25 日公表）報告でも、仮に銀行券発行残高が現在と同程度（3 月末 80.9 兆円）で推移し、2010 年度と同程度の残存期間構成で買入れた場合、今後数年のうちに銀行券ルールに抵触する可能性が高いとの考えを示している（図表 9-3）。我々のシミュレーションでも、仮に 6 月に月間買入額を 2,000 億円増額（年間買入額 24 兆円へ増額）した場合、2015 年度中にも銀行券発行残高に達する可能性が示唆される。ただし、銀行券への需要が今後も一定のペースで増加すれば、追加緩和の余地は残されよう。

なお、震災からの復興が進むにつれて成長基盤支援オペ、あるいは被災地金融機関支援オペの増額が実施される可能性も十分想定される。ただし、これらは市場メカニズムを通じた通常の金融政策とはやや趣を異にするため、上記で議論してきた政策とは別建てで取り扱っていきたい。

（図表 9-3）長期国債買入オペに関するシミュレーション



（注）銀行券発行残高は 4 月末値横ばい、過去の平均増加率（前月比+0.1%）で推移のケースを想定。長期国債保有残高は、現行の政策維持と 11 年 6 月に月間 2000 億円の増額を実施したケースを想定。2000 億円の内訳は、利付国債は 1 年以下 800 億円、1 年超 10 年以下 1000 億円、10 年超 30 年以下 125 億円、変動利付債 50 億円、物価連動債 25 億円とした。各々の買入分における平均残存期間は 3.5 年程度とした。

（出所）日本銀行資料より野村證券作成

景気拡大局面における一時的な減速

ガソリン高により裁量的支出が減少する一方、米自動車市場はサプライチェーン（供給網）混乱により回復が腰折れしているが、これらの影響は一時的とみられる。

景気動向

景気が回復期から拡大期へ進むにつれ、企業収益の持続的な堅調が企業景況感を押し上げ、労働や資本への新たな投資を後押ししている。ただし、所得対比で異例の高水準にある家計債務の削減が続いており、景気拡大が自律的なものとなるには労働市場の最近の回復基調が続くことが欠かせない。商品価格高騰やサプライチェーン（供給網）の混乱などの新たな向かい風を受けて足下で景気が減速しているが、こうした一過性の要因が後退すれば、再び景気は拡大に向かおう。米国の輸出の伸びは 2011 年 1-3 月期に減速したが、その後は 2011 年末にかけ、より力強い拡大が見込まれ、生産にプラスに寄与しよう。これに対して、住宅市場は引き続き低調で、我々の予想に対する下振れリスクである。財政収支圧迫が引き続き連邦・地方政府の支出や雇用を抑制しよう。議会による緊縮財政への新たな取り組みから連邦政府歳出が抑えられる可能性が高い。

物価動向

商品価格高騰により消費者物価（CPI）上昇率が加速したものの、最近の原油価格下落が仮に物価下落の新たなトレンドの始まりであれば、CPI の前年比上昇率はすぐに減速に転じ、少し前の水準に戻ろう。一方、インフレ率の基調をみると、依然として低位安定している。コア CPI は 2010 年 10 月に前年同月比+0.6%で底を打ち、2011 年 4 月には同+1.3%まで加速したが、米連邦準備制度理事会（FRB）の使命である「雇用の最大化と物価の安定」と整合的な水準を依然下回っている。コア CPI 上昇加速の大半は、東日本大震災後の自動車部品のサプライチェーンの混乱による自動車市場の一時的な需給の不均衡により説明がつく。家賃は下げ止まってきたように見受けられるが、住宅市場の長引く低迷により、家賃が再び押し下げられる可能性がある。さらに、幅広い産業で余剰生産能力が拡大した状態にあり、インフレ圧力は引き続き抑制されよう。

財政・金融政策

米連邦準備制度理事会（FRB）は 6 月末に長期（利付）国債の買入れ（いわゆる量的緩和第二弾（QE2））を完了した後も証券保有残高をこれまで通りの水準に維持しよう。景気回復の足取りがおぼつかなく、余剰生産資源が残るなか、基調的インフレは低水準で推移するとみられる。我々は、2012 年末までは、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標引き上げ（並びに超過準備に対する付利率引き上げ）の可能性は低いとみている。

リスク要因

景気に対して依然として強力な向かい風が続いており、野村の成長予想に対するリスクは下振れ方向である。とりわけ、不動産価格のさらなる下落が金融システムの新たな悪化につながり、ガソリン価格上昇により裁量的支出が抑制される可能性がある。

米国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	2.6	3.1	1.8	3.0	2.7	2.8	2.1	2.7	2.9	2.5	2.6
個人消費	2.4	4.0	2.7	3.1	2.8	2.6	0.9	2.0	1.7	3.0	2.1
非住宅固定資本形成	10.0	7.7	1.8	7.0	7.4	5.9	7.3	6.7	5.7	6.7	6.5
住宅投資	-27.3	3.3	-4.1	8.2	5.5	4.6	1.4	2.7	-3.0	-0.6	3.8
政府支出	3.9	-1.7	-5.2	-2.1	-2.0	-2.1	-1.7	-1.9	1.0	-1.7	-1.7
輸出(財・サービス)	6.7	8.6	5.0	6.8	5.7	8.9	9.7	9.1	11.7	6.8	8.7
輸入(財・サービス)	16.8	-12.6	4.4	2.9	2.3	2.9	1.3	2.2	12.6	3.3	2.7
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	2.6	3.3	0.9	2.6	2.4	2.1	1.0	1.8	1.9	2.4	2.5
在庫投資	1.6	-3.4	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	1.4	-0.2	0.0
純輸出	-1.7	3.3	-0.1	0.4	0.4	0.7	1.1	0.9	-0.5	0.3	0.2
失業率(%)	9.6	9.6	8.9	8.8	8.7	8.5	8.4	8.3	9.6	8.7	8.3
非農業部門雇用者数 (1,000 人)	-73	234	159	225	200	175	190	170	76	190	190
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000 戸)	584	539	580	560	585	586	583	582	586	578	592
消費者物価(前年比%)	1.2	1.2	2.2	3.3	2.9	2.5	1.5	0.9	1.6	2.7	1.2
コア消費者物価(前年比%)	0.9	0.6	1.1	1.3	1.3	1.5	1.2	1.2	1.0	1.3	1.3
連邦財政収支(対 GDP 比%)									-8.9	-10.1	-8.1
経常収支(対 GDP 比%)									-3.2	-3.6	-3.2
連邦準備制度理事会(FRB)											
証券ポートフォリオ保有高 (兆ドル)	2.04	2.16	2.40	2.64	2.64	2.54	2.44	2.34	2.16	2.54	2.14
政策金利(フェデラルファン ド(FF)金利誘導目標水準、%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
3 カ月物ドル LIBOR 金利(%)	0.29	0.30	0.30	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.30	0.35	0.85
2 年物財務省証券利回り(%)	0.42	0.61	0.82	0.65	0.65	0.75	0.80	1.00	0.61	0.75	1.50
5 年物財務省証券利回り(%)	1.26	2.01	2.27	1.85	2.00	2.00	2.05	2.25	2.01	2.00	2.60
10 年物財務省証券利回り(%)	2.51	3.36	3.47	3.15	3.25	3.25	3.15	3.25	3.36	3.25	3.65
30 年物住宅ローン金利(%)	4.32	4.86	4.86	4.90	4.75	4.85	4.65	4.75	4.86	4.85	5.15

(注) 1. 金利は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 失業率は労働力人口に対する比率の期間平均、非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。

4. 財政収支は年度(前年 10 月～9 月)。

5. LIBOR はロンドン銀行間貸出金利。

6. 2011 年 5 月 20 日現在。

(出所) 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)よりノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル作成

高まるインフレ懸念

インフレが徐々に加速する中、欧州中央銀行（ECB）は 7 月に 0.25% ポイントの追加利上げを実施すると予想する。

景気動向

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%へ加速し、4-6 月期に入っても景気回復は広がりを見せ、勢いを維持している模様で、輸出の堅調が内需回復に波及している。投資循環が 1-3 月期に好転した可能性があり、企業景況感の高い水準に加え、企業の債務削減が終わりつつあることから、投資は 2011 年後半に勢いを増す見込みである。さらに、労働市場が改善し、失業率は低下を続け、個人消費の増加を支えよう。しかし、各国毎に景気回復の程度は引き続きまちまちで、主要国がユーロ圏全体の景気をけん引する一方、周辺国では、債務削減や財政緊縮が景気の重しとなろう。

物価動向

これまでの商品価格急騰の影響に加え、労働市場が改善することで、域内の物価上昇圧力が強まる公算が大きい。また、過去のユーロ安の影響波及ならびに間接税引き上げの可能性なども、物価上昇圧力を強める要因である。我々は、欧州連合（EU）標準消費者物価（HICP）上昇率は向こう数カ月にわたり徐々に加速し、今秋に前年同月比+3%でピークをつけるとみられ、2012 年は欧州中央銀行（ECB:中央銀行）の政策目標値（前年比+2.0%を下回るが、これに近い値）の近辺で推移する公算が大きい。賃金上昇へ波及的な影響がないとすれば、我々のインフレ予想に対する上振れ、下振れのリスクは均衡しているとみている。

財政・金融政策

実質 GDP 成長率が長期トレンド（基調）を上回るなか、HICP 上昇率が ECB の政策目標値を上回って推移し、中期的なインフレリスクが顕在化していることから、欧州中央銀行（ECB）は 4 月 7 日の政策理事会で政策金利の主要リファイナンス金利を 0.25%ポイント引き上げ 1.25%とした。5 月 5 日の政策理事会では、政策金利を据え置き、流動性政策にも変更を加えず、声明で 6 月の利上げの可能性は示唆しなかった。野村では、ECB は 7 月に 0.25%ポイントの追加利上げを実施すると予想し、その後、四半期ごとに 0.25%ポイントずつ利上げを実施し、2012 年末の政策金利が 2.75%になるとみている。我々は、ECB が 2011 年末までに流動性供給の枠組みを完全に危機前の形に戻すと予想している。だが、2011 年後半には、利上げペースにわずかにブレーキがかかる可能性がある。

リスク要因

野村の成長予想が上振れもしくは下振れするリスクは均衡している。野村予想と比べて投資が上振れする可能性はあるが、最近の商品価格高騰が個人消費や企業収益に大きな足かせになるとみられる。また、政府債務問題がさらに悪化（スペインやイタリアに波及）すれば、ユーロ圏の景気の下振れリスクとなる。ただし、ユーロ圏主要国の力強い回復は、周辺国の脆弱な推移を相殺するに十分だろう。野村は、ユーロ圏は政府債務（ソブリン）危機を乗り越え、分裂の危機を回避し、脱退する国はないとの判断を継続する。

ユーロ圏経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	1.4	1.1	3.2	1.9	2.0	2.1	2.1	2.3	1.7	2.2	2.2
個人消費	0.7	1.6	0.8	0.6	1.1	1.3	0.9	1.2	0.8	1.0	1.1
固定資本形成	-0.9	-2.1	7.4	1.5	2.4	2.7	4.0	4.3	-1.0	2.6	3.6
政府消費	1.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.7	0.2	-0.1
輸出(財・サービス)	8.4	6.3	6.1	6.3	6.5	6.9	7.0	7.3	10.9	7.3	7.0
輸入(財・サービス)	5.8	3.9	4.1	3.6	4.5	5.3	5.6	6.1	9.0	5.1	5.6
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	0.6	0.6	1.8	0.6	1.0	1.2	1.3	1.5	0.4	1.1	1.4
在庫投資	-0.4	-0.6	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
純輸出	1.2	1.1	1.0	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	1.1	0.8
失業率(%)	10.1	10.1	9.9	9.8	9.8	9.7	9.6	9.5	10.1	9.8	9.5
雇用者報酬(一人当たり、前年比%)	1.6	1.7	1.8	1.6	2.1	2.1	2.4	2.6	1.8	1.9	2.7
労働生産性(前年比%)	2.1	1.8	1.6	1.0	1.0	1.2	1.3	1.3	2.1	1.2	1.4
単位労働コスト(前年比%)	-0.4	-0.1	0.2	0.5	1.1	0.9	1.1	1.3	-0.3	0.7	1.3
財政収支(対 GDP 比%)									-6.0	-4.6	-3.4
経常赤字(対 GDP 比%)									-0.4	-0.8	-0.5
消費者物価(HICP、前年比%)	1.7	2.0	2.5	2.8	2.8	2.8	2.1	1.7	1.6	2.7	1.9
政策金利(主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	1.00	1.75	2.75
3 カ月物 EURIBOR 金利(%)	0.89	1.01	1.24	1.43	1.70	2.03	2.35	2.60	1.01	2.03	3.10
10 年物ドイツ国債利回り(%)	2.26	2.89	3.35	3.25	3.55	3.70	3.80	3.90	2.89	3.70	4.10
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.31	1.32	1.40	1.43	1.40	1.45	1.45	1.45	1.32	1.45	1.45

(注) 1. 金利・為替は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. HICP: EU 標準消費者物価指数

4. 失業率は労働力人口に対する比率の期間平均。

5. EURIBOR は欧州銀行間貸出金利。

6. 2011 年 5 月 20 日現在。

(出所) 欧州連合(EU)統計局、欧州中央銀行(ECB)、トムソン・ロイター・データストリームよりノムラ・インターナショナル plc 作成

緩やかな金融引き締めへ

景気は緩やかな回復基調にあるものの、確たるペースではなく、足どりは依然としておぼつかない。一方、インフレ率が高止まるなか、中央銀行の金融政策委員会は身動きがとりづらくなっているが、早期利上げに踏み切るとみられる。

景気動向

2011 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.0%と、前期に悪天候の影響で同-1.9%と落ち込んだことからの反動増が、付加価値税 (VAT) 率引き上げの影響を相殺する形となった。背景を勘案すると+2.0%は期待外れの水準にみえるが、産業別 GDP の内訳をみると、基調的な成長率（変動の大きな建設を除く）は改善している。2011~12 年末まで、大幅に緩やかな金融緩和とボンド安が続き、景気に対する極めて強い追い風になることが予想される。財政再建計画、信用ひっ迫、実質賃金の減少、脆弱な住宅市場などの悪材料はあるものの、景気の追い風がこれらを上回ろう。こうしたなか、成長の不均衡是正が進もう。

物価動向

VAT 税率引き上げや商品価格急騰などの「一時的」な要因により、インフレ率はこれまで同様、高止まりを続ける見通しだ。4 月の消費者物価 (CPI) 上昇率は前月の前年同月比+4.0%から同+4.5%へ、再び予想を上回る水準へ加速したが、イースター他祝日の集中で旅行費が上昇したことも一因となった。インフレの高止まりがすぐに緩和する可能性は低く、イングランド銀行 (BOE:中央銀行) は少なくとも向こう数年間、CPI 上昇率を政策目標値 (前年比+2.0%) に抑えるのは難しいだろう。しかし、GDP ギャップ ((実際の GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP) の大幅なマイナス幅が続くこと、前年の高い上昇の反動から、その後は CPI 上昇率が政策目標を下回る水準まで鈍化しよう。だが、野村の予想通りとなっても、インフレはほぼ 2 年間にわたり前年比+3.0%を上回ることになり、5 年間の平均インフレ率は前年比+3.1%となる。

財政・金融政策

5 月 11 日発表のインフレーションレポート (四半期報告) で、BOE は、CPI 上昇率が政策目標値に対して上振れ/下振れする確率を均衡させるためには、11 年後半の利上げ開始が必要との認識を示した。5 月 4~5 日の金融政策委員会 (MPC) では、利上げに慎重な見方が強まり、政策金利が据え置かれたが、我々は、8 月に 0.25%ポイント幅で利上げが始まる可能性が高いとみている。MPC はインフレに対する慎重姿勢を崩さぬ委員と、利上げを躊躇する委員の間で揺れている模様だが、後者に傾きつつあるように見えるのは気がかりだ。2011 年度予算 (2011 年 4 月~2012 年 3 月) では、2014/15 年度を目処に構造的経常赤字の黒字転換を目指すとの従来の財政健全化計画に変更はなく、11 年、12 年の GDP が年 1.5%押し下げられる見通しである。

リスク要因

成長に関する野村予想には下振れリスクがあるが、インフレ予想には上振れリスクがある。また、利上げ時期を 8 月とする野村予想は後ずれのリスクがあろう。

英国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	2.9	-1.9	2.0	2.1	2.7	2.5	2.8	2.5	1.3	1.7	2.5
民間消費	-0.5	-1.2	0.5	1.1	1.7	2.5	2.3	2.4	0.6	0.5	2.2
固定資本形成	15.0	-7.2	0.5	6.0	2.5	1.8	5.1	4.7	3.0	2.0	4.0
政府消費	-1.9	1.5	0.4	0.0	-0.4	-1.1	-1.6	-1.6	0.8	0.1	-1.2
輸出(財・サービス)	6.7	7.1	6.3	5.7	6.6	5.3	5.2	5.7	5.3	6.7	5.6
輸入(財・サービス)	7.8	13.5	1.4	3.4	1.8	1.8	2.2	3.3	8.5	5.3	2.6
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	1.4	-1.6	0.5	1.6	1.4	1.6	1.9	1.9	1.0	0.7	1.8
在庫投資	1.9	1.7	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	1.3	0.8	0.0
純輸出	-0.5	-2.0	1.3	0.5	1.2	0.9	0.8	0.6	-1.0	0.2	0.8
失業率(%)	7.7	7.9	7.7	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6	7.9	7.7	7.5
財政収支(対 GDP 比)									-10.1	-8.2	-6.1
経常収支(対 GDP 比)									-2.5	-2.0	-1.5
消費者物価(前年比%)	3.1	3.4	4.1	4.5	4.7	4.6	3.3	2.8	3.3	4.5	2.7
小売物価(前年比%)	4.7	4.7	5.3	5.4	5.5	5.4	4.0	3.6	4.6	5.4	3.6
政策金利(オフィシャル・バンク レート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.50	1.00	2.00
10 年物国債利回り(%)	3.69	3.17	3.69	3.70	3.90	4.05	4.20	4.35	3.17	4.05	4.60
ポンド/ユーロ為替レート (ポンド)	0.84	0.85	0.87	0.87	0.86	0.85	0.84	0.83	0.85	0.85	0.82
米ドル/ポンド為替レート (米ドル)	1.56	1.56	1.62	1.64	1.63	1.71	1.73	1.74	1.56	1.71	1.77

(注) 1. 金利・為替は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 在庫投資は統計誤差を含む。

4. 失業率は労働力人口に対する比率。

5. 財政収支は暦年の公的部門純借入額に基づく。

6. 2011 年 5 月 20 日現在。

(出所) 英国政府統計局、イングランド銀行(BOE)、トムソン・ロイター・データストリームよりノムラ・インターナショナル plc 作成

景気減速懸念は行き過ぎ

インフレは高止まりが予想され、中国人民銀行（PBC:中央銀行）は 6 月に政策金利を再び引き上げる可能性が高い。

景気動向

2011 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+9.7%と、2010 年 10-12 月期の同+9.8%から減速が小幅にとどまり、なお堅調な景気拡大が持続していることがうかがえる。需要関連の指標は堅調を持続し、4 月の輸出は前年同月比+29.8%、1~4 月の都市部固定資産投資（名目）は前年同期比+25.4%と、大幅な伸びを記録した。4 月の名目小売売上も前年同月比+17.1%と、3 月の同+17.4%を下回ったものの、堅調な伸びを維持した。一方、4 月の鉱工業生産は、東日本大震災の一時的な影響、電力不足、在庫取り崩しが一因となり、3 月の前年同月比+14.8%から同+13.4%へ、伸びが減速した。また、4 月のマネーサプライ（M2）の伸びは前年同月比+15.3%へ、3 月の同+16.6%から減速し、4 月の人民元建て銀行貸出残高の純増額も 3 月の 6,794 億人民元から 7,396 億人民元へ加速した。また、2011 年 1-3 月期の社会融資総量も銀行以外による実体経済への融資が 1 兆 3,500 億人民元と、高い水準だったことを示している。

物価動向

2011 年 4 月の消費者物価（CPI）上昇率は、3 月の前年同月比+5.4%から同+5.3%へ小幅減速した。4 月は食料価格が同+11.5%と高止まる一方、食料品を除く CPI 上昇率も住宅関連（賃貸料と公共料金）の上昇（同+6.1%）を受け、同+2.7%と、10 年ぶりの高水準をつけた前月から横ばいとなった。政府が消費主導の経済構造の不均衡是正に取り組み始めたものの、そのプロセスには年単位の時間を要する見込みで、余剰生産能力が徐々に縮小し、投入コスト（原材料や賃金）の上昇、公共（電力）料金の自由化、過剰流動性を踏まえ、我々は 2011 年の CPI 上昇率は前年比+4.9%へ加速し、2012 年を同+5.2%と予想する。この一方、4 月の生産者物価（PPI）上昇率は 3 月の前年同月比+7.3%から同+6.8%へ減速し、CPI 上昇率が向こう数カ月で小幅減速する可能性を示唆しているが、なおも高水準である。

財政・金融政策

インフレ圧力が高止まるとみられ、中国は長期の金融引き締め初期段階にある。我々は、当局は景気よりむしろインフレを警戒し、6 月に政策金利の 1 年物貸出基準金利を 0.25%ポイント引き上げ、金融政策の「正常化」を再開し、7-9 月期にさらに同幅で追加利上げを実施すると予想する。また、2011 年末までに預金準備率をさらに 1.5%ポイント引き上げる公算が大きいとみている。PBC が新たに発表を開始した「社会融資総量」統計は、人民元建て銀行貸出純増額に比べ、経済全体の資金調達状況をより包括的に示した指標で、PBC は 2011 年の目標を 14 兆人民元に設定した。政府は食料価格を抑制するため、食料供給の拡大や流通コストの削減に重点を置く行政措置を発動するとみられる。中央政府は不動産市場の規制を強化する一方、中国全土に 1,000 万戸の低価格住宅を供給する計画だ。第 12

次 5 ヶ年計画は、より持続可能な経済成長の質を高めることを目指す改革の力強い一歩となろう。

リスク要因

政策当局は難しい舵取りを迫られている。インフレ抑制に過剰に反応すれば、投資が大幅に減速し、景気失速に陥る可能性が高まる。反対に、実質預金金利の大幅マイナス状態を放置し、過度に緩和的な政策を続ければ、資産価格バブルに陥り、最終的にバブル崩壊につながる可能性がある。また、東日本大震災により自動車産業を中心とした製造業の部品供給に影響がでたものの、短期的であろう。

中国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010年	2011年	2012年
実質 GDP(前年比%)	9.6	9.8	9.7	9.7	9.9	10.0	9.0	9.4	10.3	9.8	9.5
消費者物価(前年比%)	3.5	4.7	5.1	5.2	4.9	4.3	5.2	5.4	3.3	4.9	5.2
コア消費者物価(前年比%)	1.1	1.5	2.2	2.4	2.6	2.7	2.4	2.5	0.9	2.5	2.6
小売売上高(名目、前年比%)	18.4	18.8	16.3	19.7	19.9	20.1	20.3	20.6	18.4	20.0	21.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	24.0	23.8	23.0	23.5	22.5	22.0	20.5	22.5	23.8	22.0	21.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	13.5	13.3	14.4	14.2	15.1	16.0	15.1	14.1	15.7	14.5	14.2
輸出(米ドル建て、前年比%)	32.2	24.9	26.5	18.5	13.0	13.0	17.5	11.2	31.3	17.0	12.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	27.2	29.7	32.6	21.0	18.0	20.0	15.0	18.0	38.7	22.5	17.0
貿易収支(10 億米ドル)	65.0	62.1	-1.0	40.0	54.8	43.4	8.8	15.9	183	137	68
経常収支(対 GDP 比%)									5.2	3.1	1.7
財政収支(対 GDP 比%)									-1.6	-1.3	-1.0
人民元建貸出の純増額 (兆元)									8.0	8.0	8.4
1 年物貸出基準金利(%)	5.31	5.81	6.06	6.56	6.81	6.81	7.06	7.31	5.81	6.81	7.56
1 年物預金基準金利(%)	2.25	2.75	3.00	3.50	3.75	3.75	4.00	4.50	2.75	3.75	5.00
預金準備率(%)	17.00	18.50	20.00	21.00	22.00	22.50	22.50	22.50	18.50	22.50	22.50
人民元/米ドル為替レート (人民元)	6.70	6.62	6.56	6.40	6.32	6.22	6.14	6.06	6.62	6.22	5.90

(注) 1. 金利・為替レートは期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 財政収支は年度(1～12 月)、中央政府・地方政府連結ベース。

4. 預金準備率予想は大手銀行対象で、これらの銀行が銀行預金残高全体の半分以上を占める。なお、10 月 15 日に実施された 0.5%ポイントの預金準備率引き上げは反映していない(公式発表されておらず、メディア報道などによると、大手銀行の一部に一時的に適用されている模様)。

5. 2011 年 5 月 20 日現在。

(出所)中国国家统计局、中国人民銀行、中国商務部、CEIC データベースより野村国際(香港)作成

世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
全世界	5.0	4.3	4.6	3.4	4.5	3.8	3.08	3.78	4.33
先進国	2.7	2.1	2.6	1.5	2.6	1.6	0.59	0.92	1.35
新興国	7.6	6.7	6.7	5.7	6.5	6.2	5.97	6.96	7.51
米州	3.7	3.0	3.0	3.4	4.2	3.1	2.24	2.59	2.87
米国	2.9	2.5	2.6	1.6	2.7	1.2	0.13	0.13	0.13
カナダ	3.1	2.8	2.6	1.8	2.7	2.1	1.00	2.00	3.00
ラテンアメリカ	6.2	4.5	4.0	8.8	8.7	8.4	8.43	9.53	10.28
アルゼンチン	9.2	8.0	4.0	25.9	24.4	25.4	10.81	12.00	11.00
ブラジル	7.5	3.9	4.5	5.9	5.9	4.9	10.75	12.25	12.25
チリ	5.2	6.5	5.0	3.0	4.5	3.0	3.25	6.00	6.00
コロンビア	4.3	5.0	4.5	3.2	3.5	3.7	3.00	4.50	7.00
メキシコ	5.5	4.0	3.4	4.4	3.9	4.0	4.50	4.50	6.50
ベネズエラ	-1.4	1.5	3.0	27.2	30.1	32.0	17.80	20.00	22.00
アジア・太平洋地域	8.0	6.5	7.3	3.6	4.8	4.6	4.26	5.21	5.64
日本	4.0	-0.5	3.3	-0.7	0.3	0.4	0.05	0.05	0.05
豪州	2.7	3.4	4.0	2.9	3.7	3.4	4.75	5.25	5.25
ニュージーランド(NZ)	1.5	0.9	3.5	2.3	4.2	2.6	3.00	2.50	3.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	9.2	8.1	8.2	4.6	5.8	5.5	5.20	6.31	6.79
中国	10.3	9.8	9.5	3.3	4.9	5.2	5.81	6.81	7.56
香港	7.0	6.0	4.7	2.4	4.9	5.2	0.28	0.40	0.40
インド	8.8	8.0	8.3	9.5	9.1	7.0	6.25	7.75	7.75
インドネシア	6.1	6.5	7.0	5.1	5.7	6.3	6.50	7.25	7.50
マレーシア	7.2	5.2	5.5	1.7	3.5	3.6	2.75	3.25	3.25
フィリピン	7.3	5.4	5.7	3.8	6.1	6.4	4.00	5.00	6.50
シンガポール	14.5	6.0	5.8	2.8	4.5	3.4	0.44	0.35	0.35
韓国	6.2	3.5	5.0	2.9	4.4	3.6	2.50	3.50	4.00
台湾	10.9	5.2	5.2	1.0	2.7	3.4	1.63	2.13	2.63
タイ	7.8	4.1	5.0	3.3	4.7	4.8	2.00	3.25	4.00
ベトナム	6.8	6.5	7.1	9.2	15.4	11.0	10.00	15.00	11.00
欧州先進国	1.7	2.2	2.3	1.9	3.0	2.0	0.94	1.66	2.67
ユーロ圏	1.7	2.2	2.2	1.6	2.7	1.9	1.00	1.75	2.75
フランス	1.4	2.1	2.0	1.7	2.3	1.8	1.00	1.75	2.75
ドイツ	3.5	3.6	2.4	1.2	2.6	1.7	1.00	1.75	2.75
ギリシャ	-4.4	-3.7	0.3	4.7	2.9	0.8	1.00	1.75	2.75
アイルランド	-1.0	-0.8	1.4	-1.6	1.1	0.7	1.00	1.75	2.75
イタリア	1.2	1.0	1.4	1.6	2.8	2.2	1.00	1.75	2.75
オランダ	1.8	2.1	2.0	0.9	2.4	2.0	1.00	1.75	2.75
ポルトガル	1.4	-2.0	-1.8	1.4	3.7	1.3	1.00	1.75	2.75
スペイン	-0.1	0.8	1.1	2.0	3.3	1.9	1.00	1.75	2.75
英国	1.3	1.7	2.5	3.3	4.5	2.7	0.50	1.00	2.00
デンマーク	2.1	1.4	1.8	2.3	2.4	2.2	1.05	1.80	2.80
ノルウェー	2.2	3.0	3.4	2.5	1.5	1.9	2.00	2.75	4.00
スウェーデン	5.3	4.5	2.5	1.3	2.4	2.0	1.25	2.50	3.50
スイス	2.6	2.8	2.3	0.7	0.8	1.1	0.25	0.75	1.75
その他新興国(EEMEA)	4.6	4.6	4.2	6.1	6.9	6.4	5.75	6.34	6.96
チェコ	2.3	1.4	2.6	1.5	1.9	3.8	0.75	1.25	2.00
エジプト	5.3	1.2	3.1	10.3	12.1	9.5	8.25	8.25	9.00
ハンガリー	1.2	2.5	2.7	5.0	4.7	5.3	5.75	5.00	5.00
イスラエル	4.5	4.0	4.0	2.7	3.3	3.4	2.00	3.50	4.00
カザフスタン	7.0	6.5	5.5	7.2	8.4	6.7	7.00	7.50	7.50
ポーランド	3.8	4.5	4.6	2.7	4.8	4.1	3.50	5.00	5.50
カタール	16.5	20.2	14.0	1.5	3.6	3.5	1.50	1.50	2.00
ルーマニア	-1.2	1.5	2.5	6.1	5.8	3.5	6.25	6.25	7.50
ロシア	4.0	4.4	3.9	6.9	8.8	7.5	7.75	8.50	9.00
サウジアラビア	4.0	6.0	4.5	5.4	5.6	5.0	2.00	2.00	2.00
南アフリカ	2.8	3.9	4.3	4.3	4.8	6.1	5.50	6.00	8.00
トルコ	8.9	6.0	4.4	8.6	6.0	7.0	6.50	7.50	8.50
ウクライナ	4.1	4.8	5.0	9.4	9.8	10.5	7.75	7.75	7.50
アラブ首長国連邦	2.3	4.8	4.0	-0.3	2.0	3.0	2.00	2.00	2.50

- (注) 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国 GDP の割合を基に算出。実質 GDP、消費者物価指数は年間平均値。先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイス。上記以外の国・地域を新興国とする。その他新興国(EEMEA)は欧州新興国・中東・アフリカ。
2. プレント原油価格の前提は、先物価格、コンセンサス予想、野村の分析を基に、2010 年平均の 80ドル/バレルに対し、2011 年 109ドル/バレル、2012 年 107ドル/バレル。
3. インドの物価は卸売物価指数。ラテンアメリカの消費者物価は各年 10-12 月期の前年同期比。
4. 2010~2012 年の米国の政策金利は、フェデラルファンド金利誘導目標範囲(0~0.25%)の中心値。2010~2012 年の日本の政策金利は、無担保コール・オーバーナイト誘導目標範囲(0~0.1%)の中心値。香港、シンガポールについては、政策金利の代わりにそれぞれ 3 カ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、3 カ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。
5. 2011 年 5 月 20 日現在。
- (出所) 野村グループ

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、提供させていただきます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。

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