

2011 年度～2013 年度の経済見通し

『日本経済：金融市場動揺下での景気持ち直し』

2011 年度実質 GDP 成長率：+0.8%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.7%

2013 年度実質 GDP 成長率：+2.1%

2011 年 8 月 19 日

野村証券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

日本経済の予測要約表

[2011年8月15日時点]

[2011年5月24日時点]

		11年度 (予)	12年度 (予)	13年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)
国内総生産	実質国内総支出	0.8	2.7	2.1	0.5	2.9
	〈内需寄与度〉	1.0	2.0	1.5	0.6	2.2
	〈民間内需〉	0.3	1.7	1.8	-0.3	2.3
	〈公的内需〉	0.7	0.2	-0.3	1.0	-0.1
	〈外需寄与度〉	-0.2	0.7	0.6	-0.1	0.7
	民間最終消費支出	-0.4	1.0	1.3	-0.9	1.4
	民間住宅投資	2.0	3.9	4.2	3.9	3.1
	民間企業設備投資	2.8	6.1	6.0	1.8	7.2
	民間在庫品増減〈寄与度〉	0.2	0.2	0.2	-0.2	0.3
	政府消費	2.4	1.1	0.9	2.3	0.6
	公的固定資本形成	6.6	0.9	-13.5	14.8	-5.1
	財貨・サービス輸出	0.7	7.3	7.0	2.4	8.1
	財貨・サービス輸入	2.6	4.1	5.3	4.8	5.5
	名目国内総支出	-0.9	2.3	2.3	-0.3	2.7
	GDPデフレーター	-1.8	-0.4	0.2	-0.7	-0.2
生産・物価	鉱工業生産	2.7	7.1	4.8	0.8	10.1
	国内企業物価	2.3	1.2	1.4	2.4	1.6
	消費者物価	-0.2	-0.2	0.1	0.4	0.4
	除く生鮮食品	-0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.1
	完全失業率(%)	4.5	4.2	3.9	4.8	4.4
対外収支	通関出超額(兆円)	-0.3	9.0	12.7	-1.7	6.1
	貿易収支(兆円)	1.0	9.9	13.5	0.0	7.5
	貿易・サービス収支(兆円)	-0.4	8.5	12.1	-1.2	6.2
	経常収支(兆円)	9.9	19.1	23.7	8.9	17.4

(注)断りが無い限り、前年度比%。-0.0の場合も0.0と表示している。

(出所)野村證券

経済見通し前提表

	2011年度	2012年度	2013年度
ドル円相場(年度平均)	79.0 (86.0)	84.0 (92.0)	90.0 -
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 -
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)	5.0 -
WTI(年度平均、ドル/バレル)	103.0 (110.0)	97.0 (109.0)	93.0 -

(注)WTIは米国軽質原油。カッコ内は2011年5月24日時点。

(出所)野村證券

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。

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		11年		12年		13年				
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	309579.7	306883.4	304961.4	304762.2	305493.6	306287.9	307176.1	307759.8	308529.2	309331.4	309857.2
(前期比)	0.9	-0.9	-0.6	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
(前年同期比)	2.5	0.6	-1.0	-0.6	-1.3	-0.2	0.7	1.0	1.0	1.0	0.9
民間住宅投資	12401.3	12744.0	12769.4	12529.1	12692.0	12857.0	12999.7	13121.9	13209.8	13311.5	13431.3
(前期比)	2.1	2.8	0.2	-1.9	1.3	1.3	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
(前年同期比)	-1.3	6.2	5.2	3.2	2.3	0.9	1.8	4.7	4.1	3.5	3.3
民間企業設備投資	74058.0	74153.7	73106.5	73267.2	74879.1	76376.7	77675.1	78529.5	79471.8	80663.9	81954.5
(前期比)	1.1	0.1	-1.4	0.2	2.2	2.0	1.7	1.1	1.2	1.5	1.6
(前年同期比)	6.7	5.5	2.0	0.1	1.1	3.0	6.2	7.2	6.1	5.6	5.5
民間在庫投資	-817.8	-811.1	-2181.1	-852.7	-852.7	-702.7	-202.7	-2.7	297.3	497.3	697.3
<前期比寄与度>	0.5	0.0	-0.3	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	102604.9	102977.2	103887.8	104399.1	104660.5	105736.0	106616.6	106381.7	106793.0	106168.6	106540.2
(前期比)	0.5	0.4	0.9	0.5	0.3	1.0	0.8	-0.2	0.4	-0.6	0.4
(前年同期比)	2.0	1.5	2.6	2.2	2.0	2.7	2.6	1.9	2.0	0.4	-0.1
公的固定資本投資	19580.7	18439.2	18252.6	18796.7	19112.1	20331.6	21862.1	22536.7	21092.6	20160.4	18452.3
(前期比)	-2.2	-5.8	-1.0	3.0	1.7	6.4	7.5	3.1	-6.4	-4.4	-8.5
(前年同期比)	-4.9	-13.5	-14.3	-5.4	-2.4	10.3	19.8	19.9	10.4	-0.8	-15.6
公的在庫投資	145.5	234.9	251.0	264.4	264.4	264.4	264.4	264.4	264.4	264.4	264.4
<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	26921.5	26451.6	25569.8	21417.4	27053.4	26905.9	27636.7	28527.1	29128.9	29962.6	30950.0
<前期比寄与度>	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8	1.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
(前期比)	-3.2	-1.7	-3.3	-16.2	26.3	-0.5	2.7	3.2	2.1	2.9	3.3
(前年同期比)	48.3	21.5	2.0	-24.5	0.5	1.7	8.1	34.7	7.6	11.2	12.0
輸出	85618.8	84782.0	84785.2	80664.8	86516.8	87122.5	88255.0	89613.4	91004.0	92696.1	94519.5
(前期比)	0.7	-1.0	0.0	-4.9	7.3	0.7	1.3	1.5	1.6	1.9	2.0
(前年同期比)	21.2	13.2	6.5	-5.3	1.0	2.8	4.1	11.1	5.2	6.4	7.1
輸入	58697.3	58330.4	59215.4	59247.4	59463.4	60216.6	60618.4	61086.3	61875.0	62733.5	63569.5
(前期比)	2.6	-0.6	1.5	0.1	0.4	1.3	0.7	0.8	1.3	1.4	1.3
(前年同期比)	11.5	9.7	8.5	3.7	1.3	3.2	2.4	3.1	4.1	4.2	4.9
実質国内総生産	543741.3	540271.9	535375.8	533595.5	541986.4	546771.4	552781.2	555891.4	557570.8	559154.0	560952.8
(前期比)	1.0	-0.6	-0.9	-0.3	1.6	0.9	1.1	0.6	0.3	0.3	0.3
(前期比年率)	3.9	-2.5	-3.6	-1.3	6.4	3.6	4.5	2.3	1.2	1.1	1.3
(前年同期比)	5.0	2.1	-1.0	-1.0	-0.3	1.2	3.3	4.2	2.9	2.3	1.5
GDPデフレーター	88.4	88.1	87.6	86.6	86.8	86.6	86.5	86.0	86.4	86.5	86.5
(前年同期比)	-2.1	-1.6	-1.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.2	-0.7	-0.4	-0.2	0.0
鉱工業生産(2005年=100)	94.3	94.2	92.3	88.6	96.3	99.4	101.9	101.7	102.7	103.9	105.3
(前期比)	-1.0	-0.1	-2.0	-4.0	8.7	3.2	2.5	-0.2	1.0	1.2	1.3
(前年同期比)	14.0	5.9	-2.5	-6.8	2.1	5.5	10.4	14.8	6.7	4.6	3.4
国内企業物価(2005年=100)	102.7	103.1	104.2	105.5	105.6	105.5	106.1	106.5	106.9	107.1	107.5
(前期比)	-0.3	0.4	1.1	1.2	0.1	-0.1	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3
(前年同期比)	-0.1	1.0	1.7	2.4	2.8	2.3	1.8	0.9	1.2	1.5	1.3
消費者物価指数(総合)	99.5	99.8	99.9	99.7	99.6	99.7	99.8	99.7	99.2	99.5	99.7
(2010年=100)	-0.4	0.6	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.5	0.3	0.1
(前年同期比)	-0.8	0.1	-0.5	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.4	-0.2	-0.1
消費者物価指数(除く生鮮食品)	99.5	99.7	99.8	99.9	99.6	99.7	99.7	99.7	99.2	99.5	99.6
(2010年=100)	-0.5	0.5	0.1	0.1	-0.3	0.1	0.0	0.0	-0.5	0.3	0.1
(前年同期比)	-0.9	-0.5	-0.8	-0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1
完全失業率	5.0	5.0	4.7	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2011年4-6月期までは実績、それ以降は野村証券予測。

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証券作成

金融市場動揺下での景気持ち直し

- ▶ 震災後の日本経済は、予想以上に順調な回復軌道を辿ってきた。供給面ではサプライチェーンの正常化が生産、輸出の回復を促し、9月にも震災直前(2月)の水準にまで回帰する見込みである。需要面では、省エネ関連の家電製品や衣料品の購入、7月の地上波デジタル放送完全移行前の薄型テレビの駆け込み購入が当初想定以上に強まった。震災による生産活動の低下は一時的で、需要に大きな基調変化は生じないとの判断から、企業は震災前の雇用・設備投資計画を大きく修正していない。7-9月期には高成長が実現され、日本経済が「V字型回復」の様相を呈する可能性は高い。
- ▶ 震災からの立ち直り傾向が明瞭となり、鉱工業生産等で見られた経済活動が震災前の水準を取り戻す直前のタイミングで、海外景気減速、円高・株安等、外部環境が俄かに悪化に転じ、日本経済は新たな困難に直面している。しかし、震災後の日本経済は国内要因主導での持ち直し軌道を辿っており、現状では外部環境悪化に対する抵抗力がある。円高進行に対しては、政府による為替介入、日銀による潤沢な資金供給あるいは10-12月期には資産買い取り枠の再拡大(3~5兆円)等の対策が予想される。
- ▶ 他方、景気持ち直しのペースは既に鈍化し始めている。鉱工業生産の増加率は5月がピークであった可能性が高い。消費面でも省エネ家電や薄型テレビの駆け込み購入等の反動が既に顕著に表れている。この局面で外部環境の悪化が続けば、日本経済が一時的な「景気中だるみ」局面に陥る可能性は否定できない。しかし、10月にも13兆円規模の巨額な2011年第3次補正予算の成立が見込まれる。外部環境の悪化が仮に長期化しても、この財政拡大が日本経済の大きな減速を回避させ、2012年前半にかけて先進国の中では例外的な高成長の維持を可能としよう。
- ▶ 今回の経済見直しには、為替レートの円高方向への見直し修正、海外成長率見通しの下方修正、原油価格見通しの下方修正、2次補正予算の影響、3次補正予算の財源としての歳出削減・増税実施の想定を新たに反映させた。4-6月期の成長率が従来の想定を上回ったこと等から、2011年度実質GDP成長率は+0.8%(暦年は-0.3%)と従来の+0.5%(同-0.6%)から小幅上方修正となった。他方、外部環境悪化や歳出削減の影響から、2012年度の実質GDP成長率は+2.7%(同+3.1%)と従来の+3.0%(同+3.5%)から下方修正となった。

(1) 日本経済は7-9月期にV字型回復傾向を鮮明化

想定を上回るペースで回復する日本経済

2011年4-6月期の実質GDP1次速報は、前期比年率-1.3%（前期比-0.3%）と3四半期連続でマイナス成長を記録した。その主因としては、震災の影響によって発生した供給制約から生産が大幅に落ち込んだことで、実質輸出が1-3月期の前期比0.0%から同-4.9%と急落、外需寄与度が同-0.8%ポイントとなったことが挙げられる。一方、省エネ関連製品や衣料品の購入、7月の地上波デジタル放送移行前の薄型テレビの駆け込み購入が想定を上回った個人消費は同-0.1%の低下に留まった上、設備投資は同+0.2%と早くも増加に転じている。総じて見れば、内需の持ち直しが想定以上に堅調であることを示す結果であった。

生産・輸出ともに9月にも震災前の水準を回復する見込み

震災後の日本経済は、予想以上に順調な回復軌道を進んでおり、生産活動の低下は一時的なものに留まりそうだ。3月の鉱工業生産は前月比-15.5%と、現行体系で調査を開始した1953年2月以降、単月としては過去最大の落ち込みを記録した。ただし、4月以降3カ月連続で上昇、夏場の電力不足が懸念された7月、8月も前月比2.0%台の増産が計画されている（図表1）。

業種別動向に着目すると、震災の影響を最も被った輸送機械、情報通信機器ともに5月にはそれぞれ同+36.6%、同+13.5%と急増、6月実績、7月生産計画ともに堅調であり、生産設備の毀損、供給網寸断の解消が想定以上に速いペースで進展していることを示唆している。7月、8月の生産が企業の計画通り推移すれば、鉱工業生産、実質輸出ともに9月にも震災直前（2月）の水準を回復する公算が大きい。

(図表1) 鉱工業生産の業種別内訳

	2011年								8月計画 対2月比
	Q2	(推)Q3	3月	4月	5月	6月	7月(予)	8月(予)	
鉱工業生産 (前年比 %)	-4.0 (-7.0)	7.9 (1.4)	-15.5 (-13.1)	1.6 (-12.3)	6.2 (-6.8)	3.8 (-1.8)	2.2 (0.0)	2.0 (2.2)	-1.4
鉄鋼	-9.5	0.2	-10.2	-2.2	-2.1	1.0	-0.4	1.2	-12.4
非鉄金属	-6.6	-2.7	-16.5	3.2	1.9	2.7	-6.3	2.7	-13.3
金属製品	-1.2	3.3	-10.7	2.1	3.4	2.9	-0.3	1.2	-2.2
一般機械	5.3	4.9	-14.5	12.0	5.6	-0.8	-0.3	8.0	7.9
電気機械	0.8	11.1	-10.2	4.4	2.4	4.6	3.8	6.3	10.6
情報通信機器	-13.5	25.8	-8.0	-16.7	13.5	15.0	18.5	-13.3	2.7
電子部品・デバイス	-15.4	2.2	-6.6	-12.6	-0.6	5.2	-0.9	0.0	-15.5
輸送機械	-15.8	31.5	-46.7	-1.9	36.6	19.5	4.6	5.6	-5.8
化学(医薬を除く)	-2.1	6.3	-11.2	-1.5	8.6	1.5	1.5	1.8	-0.4
紙・パルプ	-5.9	1.9	-8.3	-0.4	-1.5	1.9	-0.7	4.0	-5.4

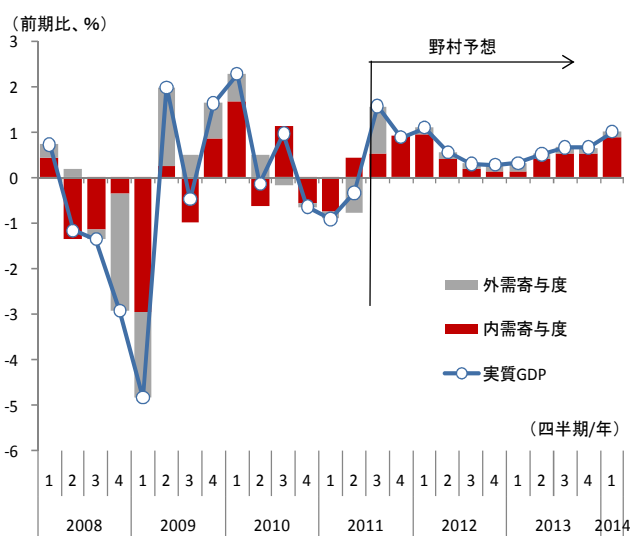
注: 2011年(推)Q3、対2月比は7月・8月の生産計画に基づく試算値。

出所: 経済産業省資料より野村證券作成

7-9月期の実質GDPは前期比年率+6.4%の高成長を予想

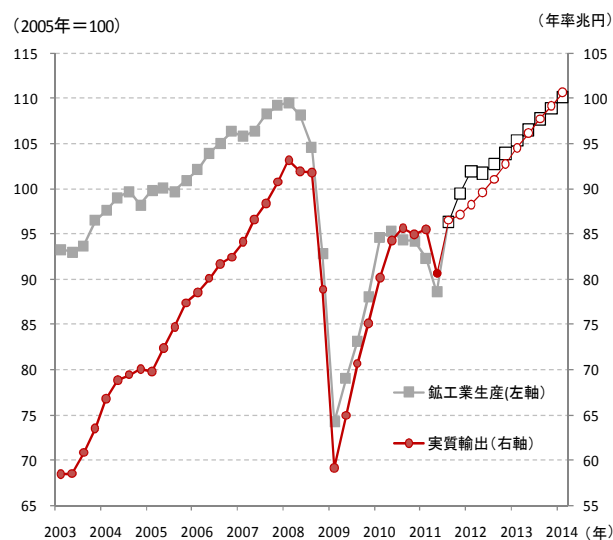
企業は生産活動の低下が一時的であり、需要に大きな基調変化は生じないと判断し、震災前の設備投資計画や雇用計画を大きく修正していない模様である。個人消費の一部には駆け込み需要等の反動が出る可能性があるものの、生産回復に伴う新車販売の改善が見込まれる上、比較的堅調な雇用・所得環境を背景に家計の購買意欲は持ち直している。これらの点を踏まえれば、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.4%の高成長となると予想する。

(図表2) 実質GDPと内外需寄与度



出所: 内閣府資料より野村証券作成

(図表3) 鉱工業生産と実質輸出の推移



注: 白抜き部分は野村予測。

出所: 経済産業省、内閣府資料より野村証券作成

日本経済は外部環境の悪化に抵抗力

日本経済の震災からの立ち直り傾向が明瞭となり、GDP、鉱工業生産で見た経済活動が震災前の水準を取り戻すまでに直前のタイミングで、日本経済を取り巻く外部環境は俄かに悪化し始めた。具体的には、欧米を中心とする海外景気の下振れ、欧州債務問題の拡大・長期化懸念と米国政治への信認低下を背景とした円高進行、株価下落などである。日本経済は新たな困難に直面していると言える。しかし、既述したように、現在の日本経済は国内要因に牽引されており、外部環境の悪化に対して抵抗力が高い状態にある。このため、景気回復が直ちに頓挫する可能性は低い。欧米では財政再建が喫緊の課題として注目を集めており、拡張財政による景気浮揚策の早期実施は期待し難い。一方、日本では10月中にも本格的な復興支援策を盛り込んだ第3次補正予算が成立する見込みである。震災復興策が景気対策としての役割を果たすことで、欧米と比べて日本経済が高い成長率を達成することを可能にしよう。

一時的な景気中だるみ局面を経る可能性は排除できない

当然ながら、日本経済が海外景気の下振れや金融市場の動揺の影響を全く受けないとは考えられない。日本経済は国内要因主導で回復基調にあるものの、そのペースは5~7月辺りをピークに既に鈍化し

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た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けますようお願い申し上げます。

始めていると考えられる。震災からの復旧・復興を原動力とした鉱工業生産の急回復は、震災直前の生産水準への回復が見込まれる9月前後で一服しよう。結果、生産の回復ペースは5月（前月比+6.2%）がピークであった可能性が高い。夏場の電力不足に備えた省エネ家電やクールビズ関連の衣料品需要も既に山を越え、7月の地上波デジタル放送完全移行前の薄型テレビの駆け込み購入の反動も既に顕著に表れている。このため、生産の回復に伴う新車販売の増加や、被災地域での買換え需要の継続を加味しても、消費拡大ペースは通減していく可能性が高い。

遅くとも10月中には13兆円規模の巨額な2011年度第3次補正予算が成立することが見込まれる。同予算による景気浮揚効果が発揮されるまでには3カ月程度の時間がかかる可能性があることを考えると、この間、日本経済は「ソフト・スポット」に陥る可能性がある。ここに外部要因の悪化が加わることで、日本経済は短期間の中だるみ局面を経ることが懸念される。

(2) 生産に対する電力不足の影響は限定的

原子力発電所の再稼働問題を巡る不透明感と電力不足懸念

今夏、東京電力・東北電力管内では電力不足問題の台頭を受けて、一律15%の使用最大電力の削減が実施されている。7月中旬には、相次ぐ発電設備のトラブルから関西電力、および中国電力管内でも電力不足懸念が台頭している。より深刻な電力不足懸念としては、原子力発電所の再稼働を巡る不透明感が挙げられる。仮に、今後も定期点検によって停止した原発が再稼働できない事態となれば、2012年5月には54基すべての原発が停止することになる。この場合、今冬には北海道電力、東北電力管内で電力不足が再度発生することが予想される。また、来夏には全国的に深刻な電力不足が発生することになる。

今冬以降、原子力発電所の順次再稼働をメインシナリオとしているが

我々は経済見通し作成における前提として、電力不足懸念の再浮上が見込まれる今冬には、原発の再稼働が順次認められるとの見方をメインシナリオとしている（地震の影響、及び何らかのトラブルで停止している原発の再稼働は見込んでいない）。ただし、原発の再稼働問題は多分に政治的色彩の色濃い問題であり、事前に合理的根拠を持って予測することは困難である。このため、仮に再稼働が認められない場合、生産活動にどの程度の影響を与えることが見込まれるのかを捉えておくことは有益であろう。

電力不足対策として使用制限の実施を想定

電力不足の生産への影響は、電力不足に対する施策が震災直後に実施された計画停電になるのか、現在のように電力の使用制限（節電）になるのかで大きく異なる。計画停電が実施された場合には、電力の使用制限と比較して生産活動に対する悪影響は相当大きくなると予想される。このため、電力不足問題が再燃した場合、政府は電力の使用制限を優先的に選択すると考える。

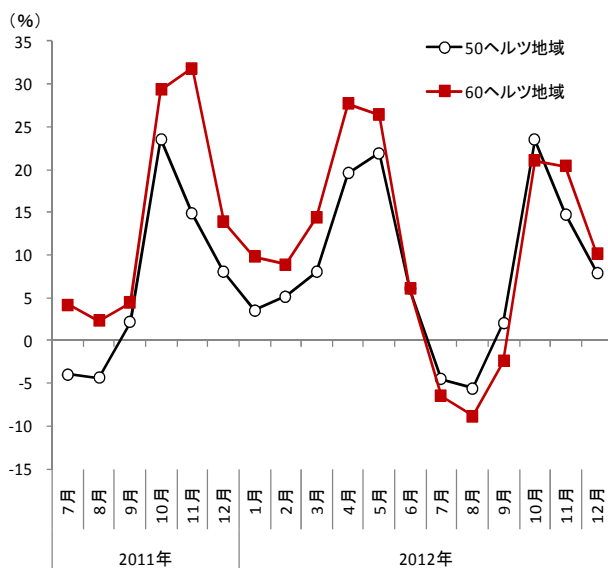
試算にあたっての前提

では、今後順次原子力発電所が停止した場合、生産にはどの程度の影響があると試算し得るのだろうか。ここでは、最大電力需要として、2004年以降の各月の最大電力の平均を使用し、電力供給力と

しては定期点検に伴って順次原発が停止することを想定した。電力会社が正式に公表した発電設備の増設分に関しては、供給能力の向上として反映したが、現在発電を行っていない発電設備による補完は明示的には織り込んでいない。東京電力の公表している電力供給力を例にすると、震災後に増設が発表された8発電所、計284万kWの緊急電源のうち、既に運転を開始している7発電所での増設分、および既存の発電設備のうち経年劣化により早期の再稼働が困難とみなされた分を除き、すべての発電所の発電設備量が供給力としてカウントされている。このため、各電力会社が公表している今夏の供給力に上積み可能な、いわゆる埋蔵電力が残存していると考えるのは妥当ではないと見なした。

次いで上記の想定の下で各電力会社の供給予備率を試算し、予備率が5%未満となった場合、各電力会社管内では8%の予備率を確保し得る節電が要請されると仮定した。

(図表4) 原子力発電所が再稼働できない場合の予備率(野村試算)



注: 1. 沖縄電力を除く9電力ベース。
 2. 50 ヘルツ地域: 北海道、東北、東京電力。60 ヘルツ地域: 中部、北陸、関西、中国、四国、九州電力。
 3. 定期点検に入った原発は全て再稼働できないことを想定。
 4. 最大電力は2004年以降の平均。
 出所: 各種資料より野村證券作成

(図表5) 2012年8月の電力需給見通し(野村試算)

	電力需要 (万kw)	供給力 (万kw)	予備率 (%)
全国	17,504	16,213	-7.4
東日本	7,824	7,389	-5.6
北海道電力	491	528	7.5
東北電力	1,471	1,468	-0.2
東京電力	5,862	5,393	-8.0
西日本	9,680	8,824	-8.8
中部電力	2,666	2,573	-3.5
関西電力	3,015	2,449	-18.8
北陸電力	548	530	-3.3
中国電力	1,165	1,153	-1.0
四国電力	573	564	-1.5
九州電力	1,713	1,554	-9.3

注: 電力需要は2004年以降のピーク時の平均値。供給力は、原子力発電所が全て停止した場合を想定。電力各社が公式に発表した発電設備の増設分は供給力の向上分として反映した。沖縄電力を除く9電力ベース。
 出所: 資源エネルギー庁、各社資料より野村證券作成

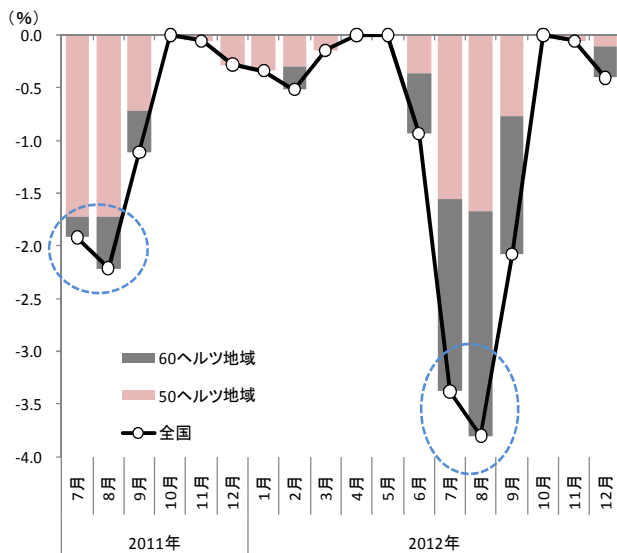
東日本では今冬、来夏には全国的に電力不足が発生

上記の想定の下で電力会社ごとに予備率を算出し、周波数地域ごとに集約したものが図表4である。図表4は、仮に同一周波数地域内で電力の過不足を融通したとしても、50ヘルツ地域(東京電力管内以東)では、今冬に再び予備率が5%を割り込む可能性が高いことを示唆している。また、来夏には両地域で予備率がマイナスとなり、今年以上に深刻な電力不足が発生する可能性が高いこと、特に原発依存度が高い関西電力管内で電力不足が深刻化し易いことが分かる(図表5)。

生産抑制効果は2011年-0.5%、2012年-1.0%程度

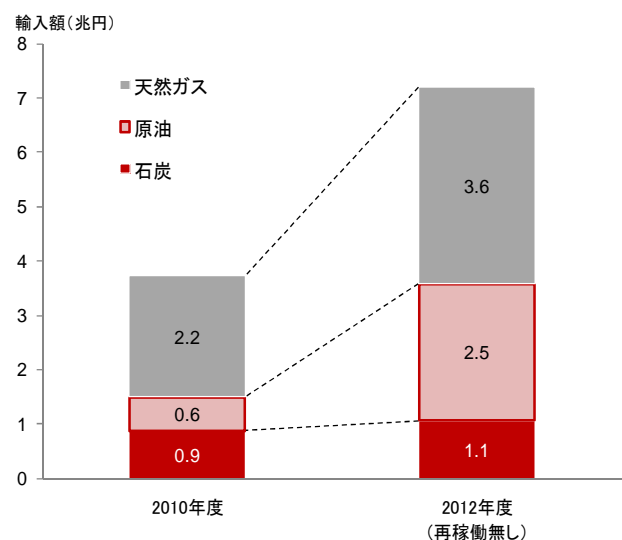
他の条件を一定とした上で、節電がどの程度生産を抑制する可能性があるかを試算したものが図表6である。我々の試算では関西電力管内でも10%の節電が実施された場合、今年8月の生産抑制効果は-2.2%、最も影響が大きい2012年8月には-4.0%程度の生産抑制効果が発生する結果となる。併せて年間の生産抑制効果を試算すると、2011年は-0.5%、2012年は-1.0%となる。我々の試算結果に基づけば、電力不足による単月の生産抑制効果は無視できないものの、年間を通じて見れば深刻なボトルネックとなる可能性は非常に限られよう。電力不足の問題は、短期的な生産活動への影響と言うよりは、むしろ電力料金引き上げ等による消費行動や企業収益への影響、より長期的には企業の海外流出を促進するといった影響の方が大きいと考えられる。

(図表6) 電力不足による生産への影響試算



- 注: 1. 沖縄電力を除く9電力ベース。
 2. 50ヘルツ地域: 北海道、東北、東京電力。60ヘルツ: 中部、北陸、関西、中国、四国、九州電力。
 3. 定期点検に入った原発は全て再稼働できないことを想定。
 4. 最大電力は2004年以降の平均。
 5. 予備率が5%未満となった場合、最低8%程度の予備率を確保できる節電が要請されると想定。
 6. 電力不足がなかった場合との比較であり、我々の見通しではない。
 出所: 各種資料より野村證券作成

(図表7) 原子力発電所停止に伴う化石燃料輸入の増加シナリオ



- 注: 2012年度(再稼働無し)は、現在停止中および今後定期検査入りする原発が再稼働せず、停止し続ける場合の日本エネルギー経済研究所による試算。
 出所: 日本エネルギー経済研究所より野村證券作成

原子力発電所停止による企業収益への影響を試算

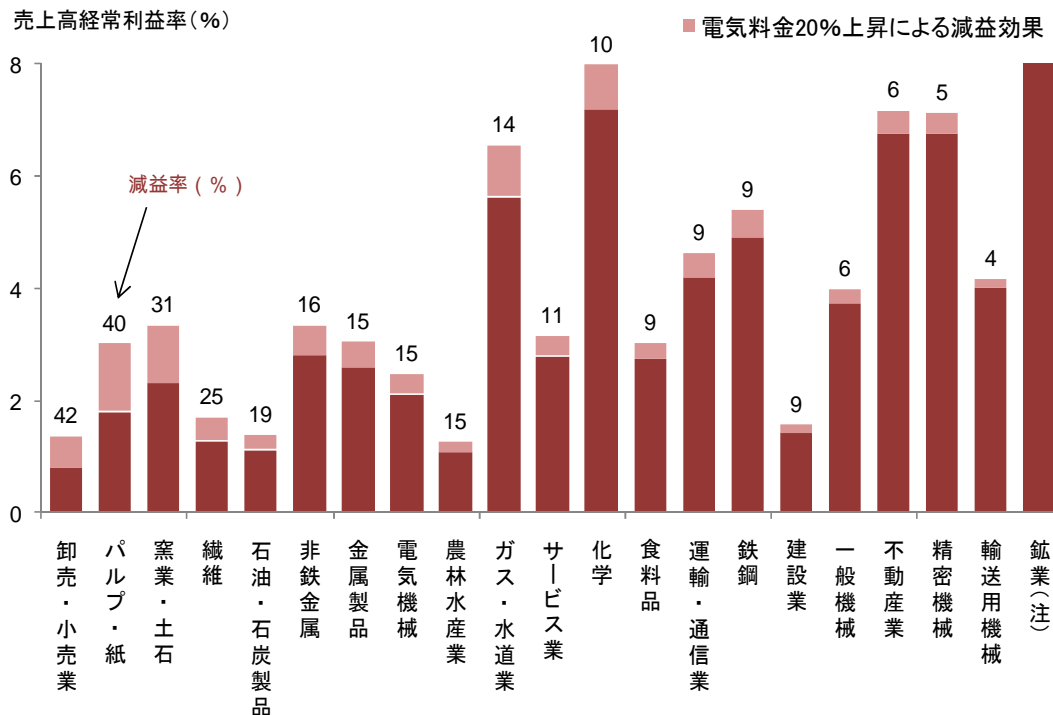
では、すべての原子力発電所が稼働を停止し、火力発電等で代替する場合、電力コストの上昇を通じて企業収益にどの程度の影響を及ぼすのであろうか。日本エネルギー経済研究所は、原発の完全停止と火力発電での代替を想定した場合、石炭・石油・LNGを合わせた化石燃料の輸入額は2012年度に7.2兆円と、2010年度に比べ3.5兆円増加すると試算している(図表7)。同研究所は、この燃料調達コストの増加分が単純に電力料金に上乗せされると、標準家庭の電力料金は2010年度に対して18.2%、産業用電力料金は36%上昇すると試算している。同様の前提の下で野村では、家計と企業で電力料金はそれぞれ24.0%および19.4%上昇すると試算している。ここでは、これらの研究結

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た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けますようお願い申し上げます。

果を参考にして、すべての業種において電力料金が一律に20%上昇するものと仮定し、電力コストの上昇が企業収益に及ぼす影響を分析する。

(図表8) 電気料金上昇による収益圧迫効果の業種別比較



注: 2000年度～2009年度における売上高経常利益率の平均値および付加価値率の平均値を基に計算。なお、鉱業の売上高経常利益率は20.6%、鉱業の電気料金上昇による減益率は3%である。図中の数字は、推定減益率。

出所: 財務省、内閣府資料より野村証券試算

業種別では「パルプ・紙」、「卸売・小売業」で影響が大きい

電力コスト上昇の影響を試算するにあたって、まず業種ごとの電力依存度合いを、単位当たりの生産に必要な電力投入量と捉え、各部門の中間投入に占める電気部門からの投入割合（電力投入比率）を算出した。次いで2000年度から2009年度における平均的な売上高経常利益率および付加価値率を基に、電力料金が20%上昇した場合の収益圧迫効果を試算した（図表8）。我々の試算では、売上高経常利益率は全体で14.9%悪化する結果となった。業種別では電力投入比率の高いパルプ・紙や窯業・土石に加えて、卸売・小売業や繊維、石油・石炭製品、非鉄金属といった業種において減益率が大きいことが分かる。一方、電力投入比率の低い輸送用機械や一般機械などの加工組立型製造業では、電力コストの上昇が収益を押し下げる効果は相対的に小さいとの結果を得た。また、ガス・水道業や化学は電力投入比率の高い業種であるが、利益率が高いことが奏功し、減益率は中程度に留まる結果となった。したがって、すべての原子力発電所が停止し、化石燃料の輸入増加が電力コストを20%上昇させるというシナリオの下では、利益率の低い卸売・小売業や一部の素材型製造業において企業収益への影響が大きいことが示唆される。

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けますようお願い申し上げます。

(3) 貿易収支は7-9月期にも再び黒字化

外需寄与度は大幅なマイナスに

4-6月期の実質輸出は前期比-4.9%と大幅に減少した一方、実質輸入は同+0.1%とほぼ横ばいで推移し、実質GDP成長率に対する外需寄与度は前期比年率-3.0%と大幅な押し下げとなった。貿易収支（名目・原数値）は1兆2,563億円の赤字と、1957年以降では過去二番目に大きい赤字額を計上した。

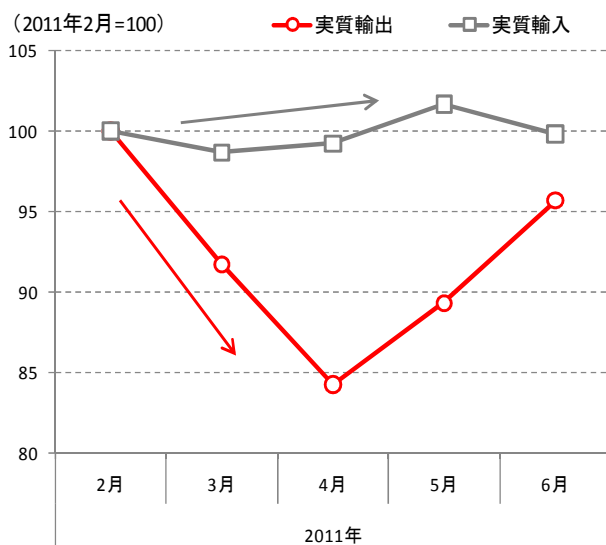
震災後の輸出入に関して注目されるのは、国内生産の減少にもかかわらず輸入が高止まったことである（図表9）。通常、輸出入ともに国内生産と連動性が高く、生産水準が低下する際には輸出入両建てで減少する傾向がある。今回の局面でもこの経験則が通用したならば、外需寄与度の押し下げ幅や貿易赤字額はもっと小さくなったはずである。先行きの外需寄与度、貿易収支を考える上で、なぜ輸入が高止まったのかについては明確にしておく必要があるだろう。

工業用生産財の輸入が「減少せず増加した」

結論から言えば、工業用生産財（生産活動に使用される原材料や部品）の輸入が、震災後、「減少せず増加した」ことが輸入高止まりの原因だと我々は考えている。通常、工業用生産財の輸入は国内生産動向と連動しているが、図表10に示されるとおり、震災後の両者の動きは大きく乖離した。この一因として、震災のため国内から調達できなくなった工業用生産財について、生産者が調達先を海外に求めた可能性が考えられる。

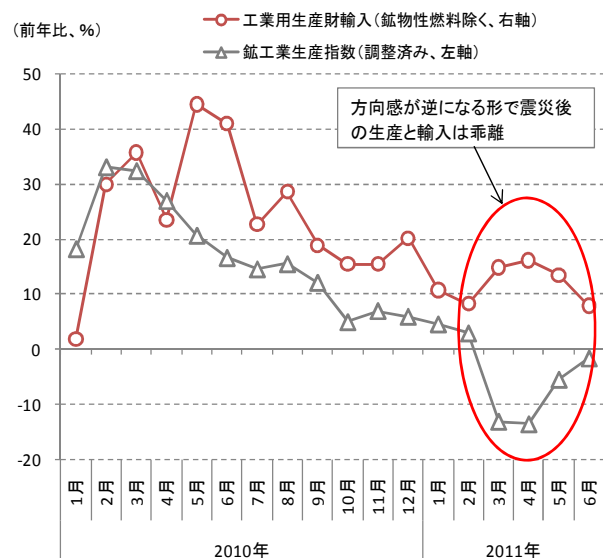
この場合、国内生産体制の正常化が進むにつれて、海外から代替的に調達していた工業用生産財の輸入は減少することになる。足下では輸入の高止まりが続いているが、早晩減速が明確になるものと考えられる。

(図表9) 震災後の実質輸出入の推移



注: 季節調整、実質化は野村證券による。
出所: 財務省資料より野村證券作成

(図表10) 国内生産と工業用生産財輸入の推移



注: 鉱工業生産指数(調整済み)は、産業連関表に基づき、中間投入に占める輸入品の割合で各業種をウエイト付けしたもの。
出所: 経済産業省、財務省、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。

輸出は国内生産と平仄を合わせて回復が進む

他方、輸出は国内生産体制の復旧と平仄を合わせて回復が進んでいる。製造工業生産予測調査によれば国内生産は少なくとも8月まで堅調な回復が続く見込みであり、輸出も今しばらく回復が見込めそうだ。ただし、主要な輸出先である中国や米国で景気減速傾向が続いていることを踏まえると、海外景気要因で輸出の回復に歯止めが掛かる可能性が出てきている点には注意しておきたい。

貿易を巡る3つのシナリオ

以上の情勢を踏まえ、輸出入についてベースシナリオ、楽観シナリオ、悲観シナリオを作成した（図表11、12）。

<ベースシナリオ>

- －輸出：国内生産水準が震災直前に近づく8月以降、海外景気の減速を受けて年末まで横ばい
- －輸入：同じく8月以降、国内生産水準と整合的な水準に輸入額が緩やかに調整されていく

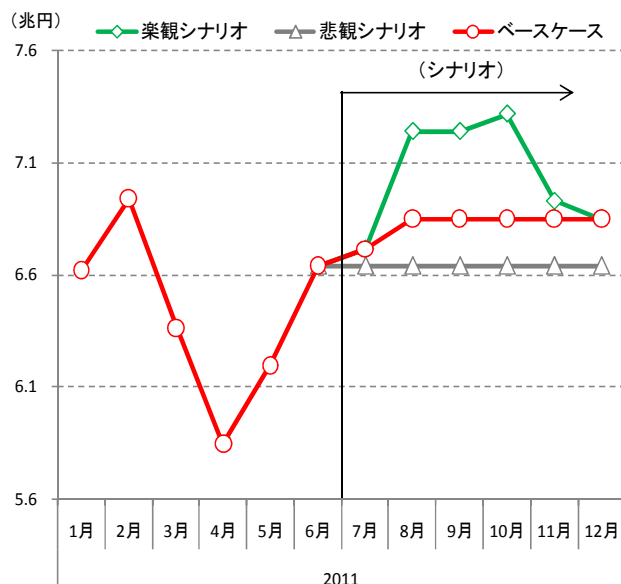
<楽観シナリオ>

- －輸出：8月以降、震災によってできなかった輸出が顕在化し、盛り上がりが見られる
- －輸入：8月以降、速やかに輸入額が国内生産と整合的な水準まで調整される

<悲観シナリオ>

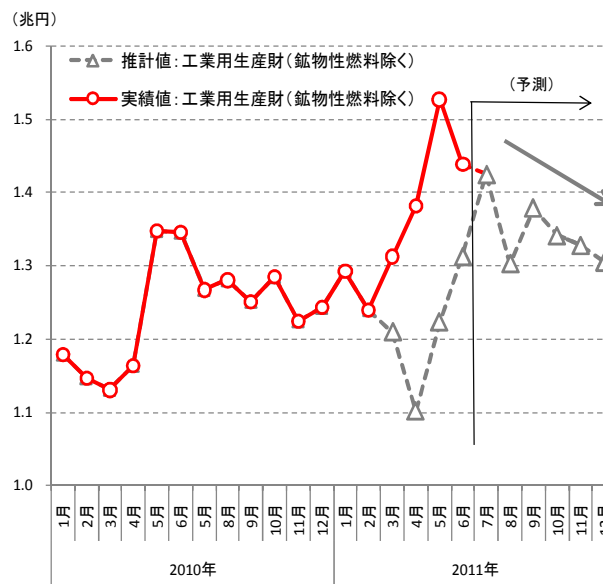
- －輸出：そもそも震災直前の輸出水準まで回復せず、6月の輸出水準で年末まで横ばい推移する
- －輸入：輸入が減少せず、高止まった状態で年末まで推移する

(図表11) シナリオ別・実施輸出の想定



注: 1. 実質輸出の実質化、季節調整は野村證券による。
2. 実質輸出は8月に震災前2月比で98.8%の水準まで回復すると想定、デフレーターは7月以降横ばいとした。
3. 楽観シナリオでは、別途推計した「輸出するはずだった輸出額」の半分について、8月以降、25%、40%、30%、5%の比率で按分した。
出所: 財務省、マークイット社、ブルームバーグより野村證券作成

(図表12) 実質輸入額(季節調整値)の推計



注: 1. 実質化、季節調整、予測は野村證券による。
2. 鉱工業生産指数は8月に震災前の水準近傍まで回復し、その後は前月比+1%で推移するものと仮定した。
出所: 財務省、日本銀行、経済産業省、野村證券

7-9月期には貿易黒字を取り戻す公算

以上のシナリオをもとに、貿易収支の先行きを試算したのが図表13である。試算によれば、貿易赤字が続くのは悲観シナリオのみである。悲観シナリオの想定がかなり極端なものであることを踏まえると、これが実現する可能性は低いと見てよいだろう。震災後には、「日本経済が貿易赤字体質に転換した」との声も聞かれたが、野村では、7-9月期に貿易収支が黒字転換し、その後も黒字基調が続くと考えている。

なお、上記のシナリオ分析でも織り込んだが、原子力発電所停止に伴う火力発電用燃料の輸入についても触れよう。図表14は、各原子力発電所の情報に基づき試算した、燃料輸入の見通しである。これによれば、7月以降の月あたり追加的輸入額は多くても高々200億円程度であり、前月比+0.4%ポイント程度の寄与に過ぎない。燃料輸入が今後、輸入を大幅に押し上げる可能性は限定的であろう。

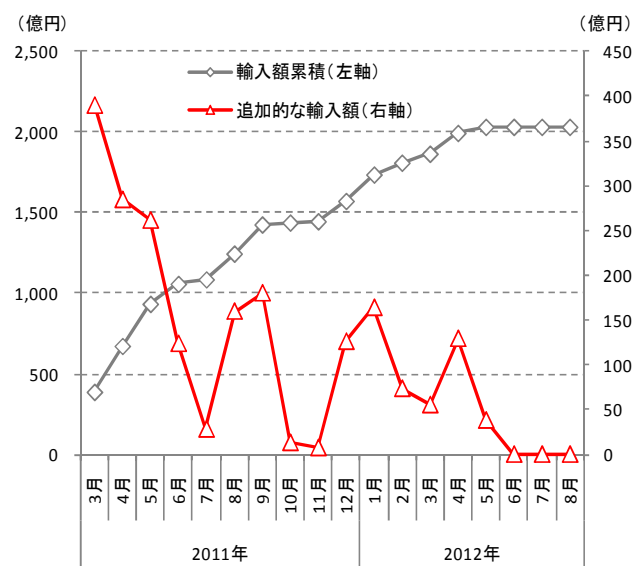
(図表13) シナリオ別輸出入と貿易収支

(単位:億円)

ベースケースシナリオ (輸出は震災前の水準で横ばい、輸入は楽観シナリオの半分のペースで減少)						
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
輸出	59125	56148	61476	59591	58743	62225
輸入	55848	59404	58532	57138	59090	58664
貿易収支	3277	-3256	2944	2452	-347	3561
四半期計			計 2965			計 5666
楽観シナリオ (「失われた輸出」を半分程度取戻し、輸入も減少へ)						
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
輸出	59125	59331	64961	63644	59409	62225
輸入	55708	57939	58556	56375	58346	57734
貿易収支	3417	1392	6405	7268	1063	4491
四半期計			計 11214			計 12823
悲観シナリオ (輸出入が6月水準で横ばいのまま推移)						
	7月	8月	9月	10月	11月	12月
輸出	58454	54422	59586	57758	56937	60312
輸入	55988	60870	58508	57901	59834	59595
貿易収支	2465	-6448	1078	-143	-2897	717
四半期計			計 -2905			計 -2323

注: 計数は名目、原数値。輸出は、ベースシナリオ:8月に震災前水準をほぼ取り戻し9月以降横ばい、楽観シナリオ:震災で「失われた」とみられる輸出額の半分を8月以降に加算、悲観シナリオ:6月水準で横ばい、と設定。輸入は、火力発電用燃料の追加的輸入を計算に入れた上で、ベースシナリオ:工業用生産財輸入の減速を半分程度織り込み、楽観シナリオ:工業用生産財輸入の減速を全部織り込み、悲観シナリオ:輸入減速を全く織り込まず、6月水準で横ばい推移、と設定した。
出所: 野村證券

(図表14) 原発停止に伴う火力発電用燃料輸入の想定



注: 原子力による発電量(2010年度)を火力発電で代替した時のコスト(年間)を3.3兆円とし、各原子力発電所の最大発電能力を基に試算した。なお、各原発の稼働率は電力会社ごとと同じと仮定した
出所: 各電力会社ウェブサイトより野村證券作成

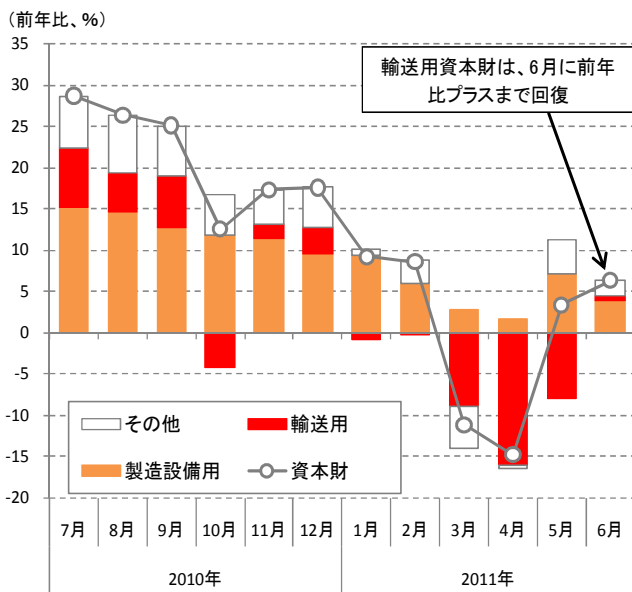
(4) 想定外の強さをみせた設備投資

4-6 月期の設備投資は前期比+0.2%の増加

4-6 月期の設備投資（GDP ベース、実質）は前期比+0.2%となり、2 四半期振りの増加に転じた。震災の影響により 1-3 月期は同-1.4%となったものの、国内生産等の動向と比較すれば設備投資が震災から受けた影響は小幅だったことが確認された。我々は輸送機械工業（資本財出荷の約 3 割を占める）における供給制約を踏まえ、4-6 月期は設備投資が減少すると予測していた。しかし、輸送機械工業における供給制約の緩和が想定以上の速さで進んだ結果、4-6 月期の設備投資は早くも増加に転じることとなった（図表 15）。

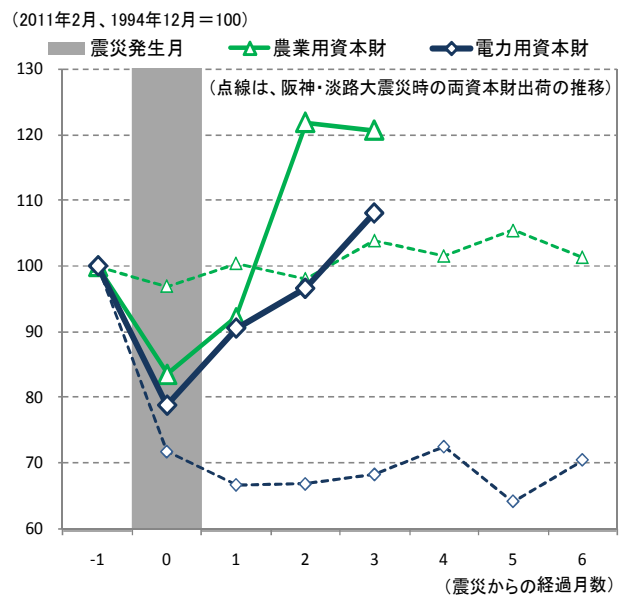
その他、用途別の資本財出荷を確認すると、電力用・農業用資本財の出荷で顕著な伸びが見られる。電力不足に対応するための発電用設備や、被災によって滅失した農業用設備に対する需要が高まった結果であろう。輸送用資本財出荷の迅速な回復に加え、こうした震災により生じた特殊要因が、4-6 月期の設備投資を支えた面もあろう（図表 16）。

(図表 15) 用途別資本財出荷の動向



注: 「その他」は、電力用、通信・放送用、農業用、建設用、事務用、その他に分類される資本財の出荷合計
出所: 野村證券作成

(図表 16) 伸びが著しい電力用・農業用資本財出荷



注: 電力用資本財は 1994 年 12 月に大型の出荷があった模様であり、1995 年 1 月の落ち込みは必ずしも震災の影響とは限らない点に注意
出所: 野村證券作成

震災の影響はやはり限定的

前回の見通しで「7-9 月期以降の設備投資に対して、我々は楽観的」と述べたが、現在でもこの見方は基本的に変らない。設備投資に対する悲観論の論拠として、<1>震災の影響により売上・利益が減少した企業が設備投資を絞る、<2>海外進出が加速し国内の設備投資が抑制される、などが挙げられているが、いずれも国内設備投資の腰折れ要因になる可能性は低いと我々は考えている。

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た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、経済全般の業績、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。

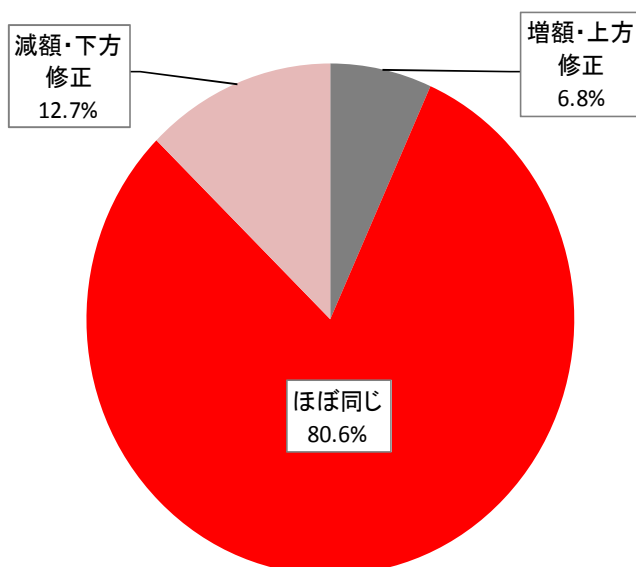
第一の点については、経済産業省による「東日本大震災後の産業実態緊急調査2」（8月1日公表）が参考になる（図表17）。サンプル数が103と小さいことには注意が必要だが、被災地においてダメージを受けた企業でも、実に87.3%が2011年度の設備投資計画を3月以前から据え置く、またはむしろ増額すると回答している。設備投資計画は年度初期に上方修正される傾向がある点を割り引いても、設備投資の腰折れが想定されるような状況ではなさそうだ（なお、当調査は海外における設備投資も含んでいる）。

第二の点については、『日銀短観』（6月調査）によれば、2011年度の国内設備投資（ソフトウェア除く設備投資、全規模・全産業）は前年度比0.0%と、やや小幅ながらも上方修正された。この計数は昨年同期の調査における同+0.5%を小幅下回る程度であり、海外設備投資が国内設備投資を抑制している様子は感じられない。日経設備投資動向調査（当初調査、最終集計）においても、2011年度の海外設備投資に前年度比+35.4%の高い伸びが計画されているとともに、国内設備投資も同+15.0%の増加が計画されている。

懸念すべきは海外景気の行方

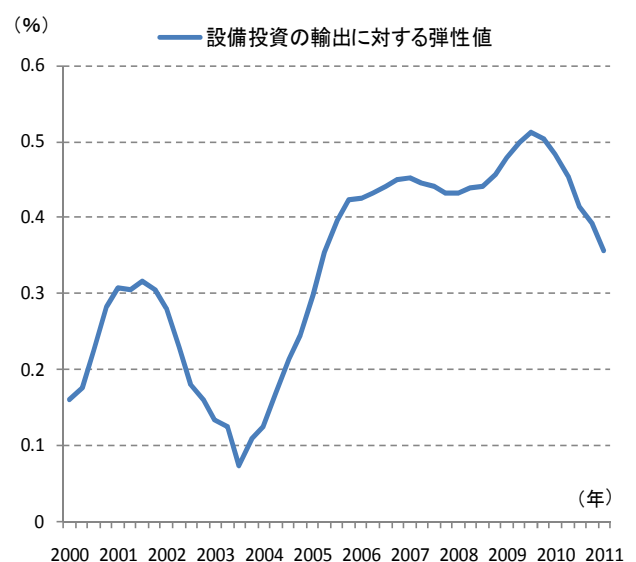
以上を踏まえ、我々は7-9月期以降も設備投資は回復基調を辿ると予想している。ただし、リスクとして、海外の景気減速と円高の進行が特に10-12月期以降の設備投資の伸びを抑制する可能性がある点には注意したい。米国・中国向け輸出の増加を背景に、2000年以降の設備投資は輸出に対する弾性値を高めてきた（図表18）。精密機械工業（50.7%）や電子部品・デバイス工業（35.1%）といった輸出比率が高い業種を筆頭に、設備投資が減速するリスクに注意が必要だろう（輸出比率は経済産業省、『鉱工業出荷内訳表』による）。

（図表17）4月以降の2011年度設備投資計画の変更



注：製造業・非製造業合計。
出所：経済産業省資料より野村證券作成

（図表18）設備投資の輸出に対する弾性値



注：後方20四半期を使用したローリング推計。
出所：内閣府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、経済全般の業績、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。

(5) 雇用情勢の改善がマクロ所得の下支えに

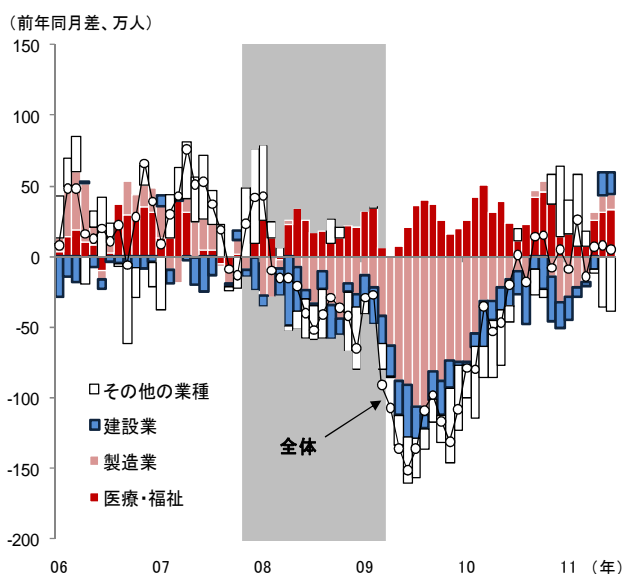
雇用環境は予想以上に安定

4-6月期の失業率（岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果）は4.6%と1-3月期の4.7%から改善した。『日銀短観』6月調査によると全規模・全産業ベースの雇用過剰感は3月調査に比べて悪化したものの、先行き判断は3月調査の水準にまで戻ることが見込まれている。震災後の雇用環境は、一部で懸念されたほど悪化しなかったと言える。就業者数（被災3県を除く全国の結果）は3月に前年同月比で14万人減少したが、4月以降は前年を上回る水準に回復している（図表19）。生産活動の落ち込みや、自粛・節約ムードの影響を受けやすいとみられる卸売・小売業、宿泊・飲食サービス業といった業種では前年同月比での減少が続いている一方、震災後の復旧需要が現れたとみられる建設業では、5月の就業者数が2007年10月以来43カ月ぶりに前年同月を上回った。

医療・福祉の雇用増加が続く

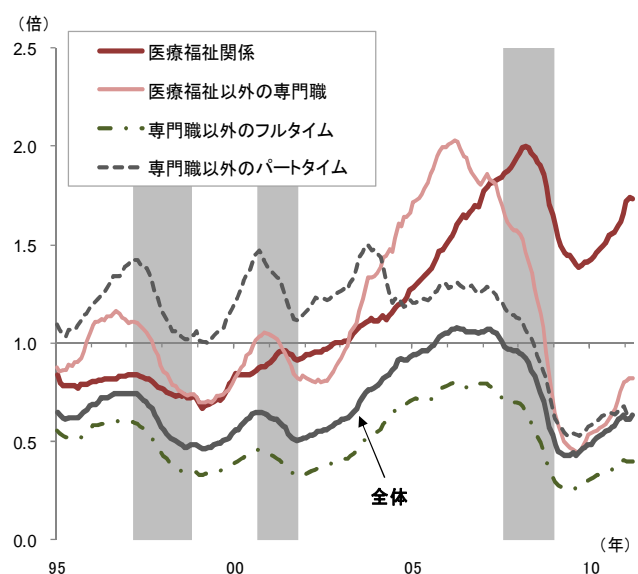
就業者数の増減を業種別にみると、全体の雇用回復への寄与が大きい業種は医療・福祉である。先般の金融危機に伴う景気後退の影響で幅広い業種において雇用が大幅に失われたにもかかわらず、医療・福祉の就業者数は2008年4月以降一度も前年を下回っていない。その背景としては、高齢化に伴う当該産業における労働需要の拡大が挙げられよう。6月の有効求人倍率は、全体では0.63倍と依然として厳しい労働需給を映しているが、保健医療や社会福祉に携わる医療福祉関係の専門的職業では求人倍率が1.7倍を上回る（図表20）。

（図表19） 就業者数の推移



注：2011年3月以降は岩手・宮城・福島を除く全国の結果である。網掛け部分は景気後退期を表す。
出所：総務省資料より野村證券作成

（図表20） 職種・形態別の有効求人倍率の推移



注：網掛け部分は景気後退期を表す。季節調整は野村證券による。
出所：厚生労働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。

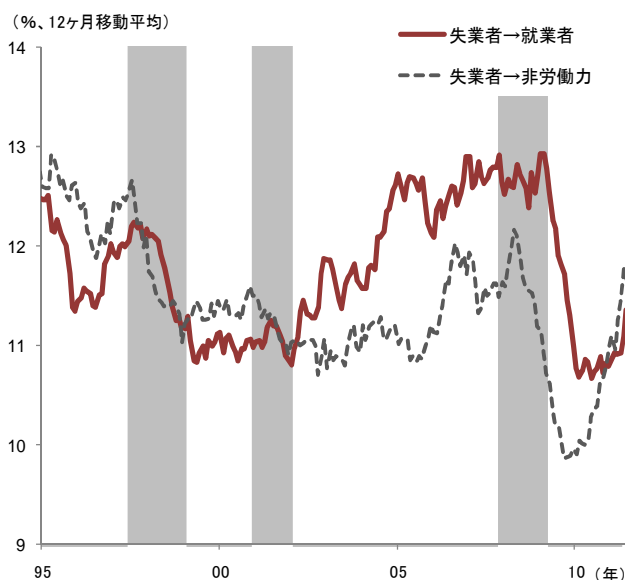
失業者の再就職環境にも改善傾向の兆し

また、足下では、医療福祉関連の職種以外でも雇用環境が改善傾向を強めている兆しを確認される。前月の就業状態と当月の就業状態を比較した労働状態の異動確率をみると、前月に失業者であった人が当月に就業者になった割合は、今回の景気回復局面において底ばいの動きを続けていた。つまり、失業率は2009年7月の5.5%をピークに改善傾向にあるものの、失業者が職探しを諦めて労働市場から退出したことの影響が小さくなかったと考えられる。しかし、失業者就職確率は足下で上昇傾向を強めている。景気が回復するにつれて、幅広い業種において失業者の再就職環境が改善し始めた可能性が高い（図表21）。

雇用環境の改善により実質マクロ所得は増加傾向を維持

雇用情勢が緩やかに持ち直しつつある中、所得環境を確認すると、実質マクロ所得は4-6月期に前年同期比+0.6%と6四半期連続で前年を上回った（図表22）。内訳を確認すると、震災の影響で生産活動が落ち込み、労働時間の短縮が給与を押し下げたとみられ、一人当たり給与要因が一般（フルタイム）労働者とパートタイム労働者合わせて同-0.1%ポイントの押し下げ寄与となった。他方、フルタイム労働者の特別給与は同+0.5%と6四半期連続で増加した。日本経済新聞の2011年夏のボーナス調査（7月5日時点の最終集計、対象企業は上場企業と一部の非上場企業）では前年比+4.2%と大きく増加している点を踏まえると、7月、8月のタイミングで特別給与が一時的に大きく上昇する可能性が高い。上述したように雇用環境は底堅く、雇用者数の増加がマクロ所得を前年同期比+0.3%ポイント押し上げた。震災による企業収益の悪化により冬のボーナスが減少する可能性はあるものの、生産の正常化に伴う労働時間の増加および雇用情勢の改善が今後のマクロ所得の下支えになると予想する。

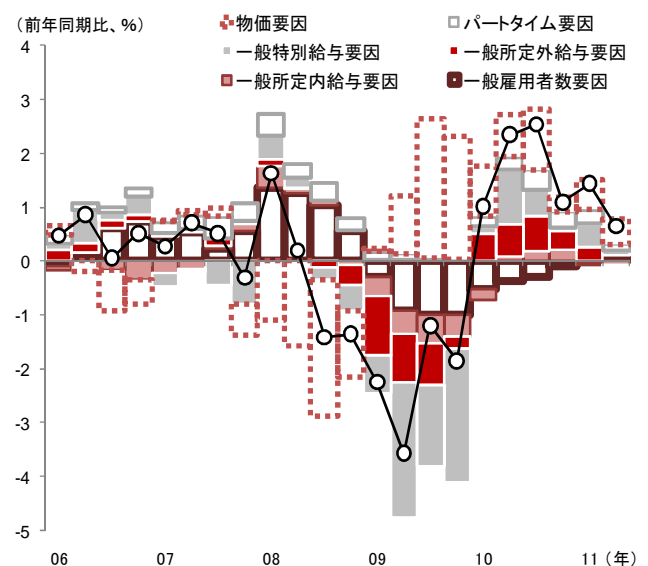
（図表21）労働状態の異動確率の推移



注：前月の失業者が当月に就業者（非労働力人口）となった割合を表す。なお、2011年3月以降は岩手・宮城・福島を除く全国の結果である。網掛け部は景気後退期を表す。

出所：総務省資料より野村證券作成

（図表22）実質マクロ所得の推移



注：パートタイム要因とはパートタイム労働者の雇用者数増減および給与増減の寄与を合計したものである。2010年1月分以降は2010年基準のCPIを用いて実質化している。

出所：厚生労働省、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けますようお願い申し上げます。

(6) 個人消費の立ち直りは速いが、復興増税等は懸念材料

深刻な消費停滞は杞憂に

供給サイドにおける V 字型回復はある程度想定されていたことであるが、需要サイド、すなわち個人消費については自粛ムードの広まりなどによる回復の遅れが懸念されてきた。しかし、足下の統計は個人消費の持ち直しが想定以上に速いペースで進んでいることを示唆している。6月のスーパー売上は前年比+0.1%と3カ月振りにわずかながら増加した。また、比較的奢侈品を多く扱っていることから立ち直りに時間を要するとみられていた百貨店売上も、6月は同+0.3%と4カ月振りにプラスの伸びに転じている。景気ウォッチャー調査の家計動向関連・現状水準判断 DI をみると、3月に前月差-16.5ポイントと大幅に低下した後、4月同+2.1、5月同+5.1、6月同+8.5、7月同+3.1と順調に回復し、7月には震災前の2月の水準を上回った。個人消費の立ち直りが想定以上に速かった背景としては、地上デジタル放送移行前にテレビ需要が高まったことや、供給網の寸断と言った供給制約によって大幅に落ち込んだ自動車生産の復旧が予想を超えるペースで進んだこと、電力不足下で電力節約型のエアコンや LED 電球など、省エネ家電の需要が増加したこと、被災地での復旧需要が現れつつあること、などが挙げられよう。

消費回復の持続力に関しては不透明感が残る

足下の個人消費は想定以上の回復力を見せている。雇用・所得環境は比較的堅調なことから腰折れリスクは低いものの、先行きについては不透明感が大きい。景気ウォッチャー調査の家計動向関連・先行き判断 DI を見ると、4月より3カ月連続で上昇し、6月には震災前の2月の水準を上回っていたが、7月は4カ月振りに低下し、再び2月の水準を下回った。先行き判断 DI は、テレビ需要の反落が懸念されている家電量販店で特に大きく下落しているが、飲食関連やレジャー施設関連を除くと、ほぼ全般的に悪化している。個人消費は震災後の急激な落ち込みから速いペースで回復しているが、一時的な要因により盛り上がった側面もあり、その後の持続力に関しては不透明感が残る。

2012年度以降の家計部門向け政策は個人消費を減少させる方向へ

2012年度以降は、政策面で個人消費への逆風が吹くことも懸念材料の一つである。政策のスケジュールに関しては不確定な部分が多いが、今回の見通しの作成に当たって、野村證券では図表 23 に示した政策が実施されることを前提とした。2012年度は、住民税に係る年少扶養控除の縮小が予定されているのに加え、子ども手当廃止・児童手当復活に伴い所得制限が設定されることにより、子育て世帯の所得額は全体として減少する見込みである。震災復興財源捻出のための歳出削減については、個別の削減費目は未定だが、高速道路の無料化や公立高校の実質無償化、農業の戸別所得補償などの見直しが議論されており、家計に直接的に影響を与える政策として勘案した。また、復興財源の一つとして有力視されている所得税の10%定率増税に関しては、2013暦年から適用すると仮定している。社会保障・税の一体改革で議論されている消費税率の引き上げに関しては、今回の見通しの予想期間外ではあるが、2014年度と想定した。これらの政策が実施されると仮定すると、政策による家計所得への影響額は、2010年度の2兆円強の増加から、2011年度は小幅減少、2012年度は-1.6兆円、2013年度は-1.2兆円となる。

これらの政策の実質個人消費への影響を試算すると、2011年度の個人消費伸び率は、2010年度の所得増加の影響が継続することにより、0.24%ポイント押し上げられるが、2012年度は-0.06%、2013年度は-0.27%ポイント押し下げられることになる（図表 24）。雇用情勢が比較的堅調に推移してい

ることから、個人消費の腰折れは想定していないが、政策要因による押し下げ等を勘案して、2012年度の個人消費を従来の前年比+1.4%から同+1.0%へと下方修正した。なお、2013年度は同+1.3%と緩やかな伸びが続くと予想している。

(図表 23) 家計部門に直接的に影響を与える政策

(兆円)	
2010年度	
(実施済み) 児童手当の廃止	-1.02
(実施済み) 子ども手当半額	2.26
(実施済み) 公立高校の実質無償化	0.39
(実施済み) 農業の戸別所得補償	0.56
(実施済み) 年少扶養控除の縮小(所得税1-3月分)	-0.08
計	2.11
2011年度	
(実施済み) 年少扶養控除の縮小(所得税4-12月分)	-0.46
(実施予定) 農業の戸別所得補償(増額分)	0.40
計	-0.06
2012年度	
(実施予定) 年少扶養控除の縮小(住民税6-12月分)	-0.27
(当社前提) 児童手当復活、子ども手当廃止	-0.50
(当社前提) 歳出削減(子ども手当以外)	-0.50
(当社前提) 所得税10%定率増税(1-3月分)	-0.34
計	-1.60
2013年度	
(実施予定) 年少扶養控除の縮小(住民税1-5月分)	-0.19
(当社前提) 所得税10%定率増税(4-12月分)	-1.01
計	-1.20
2014年度	
(当社前提) 消費税率3%引き上げ	-7.50
計	-7.50

- 注: 1. 2011年度税制改正大綱に盛り込まれた税制改正(所得税及び住民税の給与所得控除及び成年扶養控除の見直し、退職所得課税の見直し、相続税及び贈与税の見直し)については法案審議の目処が立っていないため、政策前提に含んでいない。
2. 2011年度後半から子ども手当が全体として縮小されるが、縮小額がわずかであるため、政策前提に含んでいない。
3. 2012年度の歳出削減(子ども手当以外)は、内容は未定だが、野党の要望等から家計向け政策の縮小が予想されるため、家計部門に影響を与える政策としている。
4. 所得税10%定率増税は2013年暦年より実施されると想定。
- 出所: 政府税制調査会、財務省、総務省資料等より野村證券作成

(図表 24) 家計部門向け政策による個人消費及び経済成長率への影響

	(%ポイント)		
	2011年度	2012年度	2013年度
実質民間最終消費支出	0.24	-0.06	-0.27
実質GDP	0.18	-0.08	-0.20

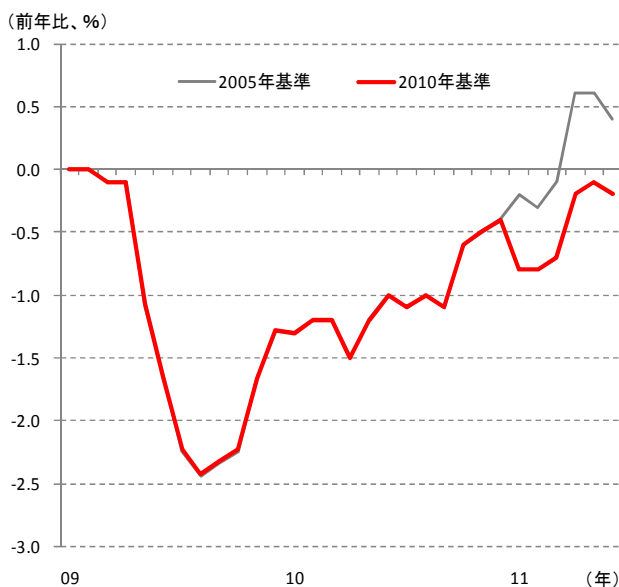
- 注: 1. 図表 23に記載した政策が実施された場合の効果。
2. 内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル 2011年版を利用して試算。
- 出所: 政府税制調査会、財務省、内閣府資料等より野村證券作成

(7) 遠退くデフレ脱却時期

足下のコア CPI は基準年変更により前年比マイナスに修正

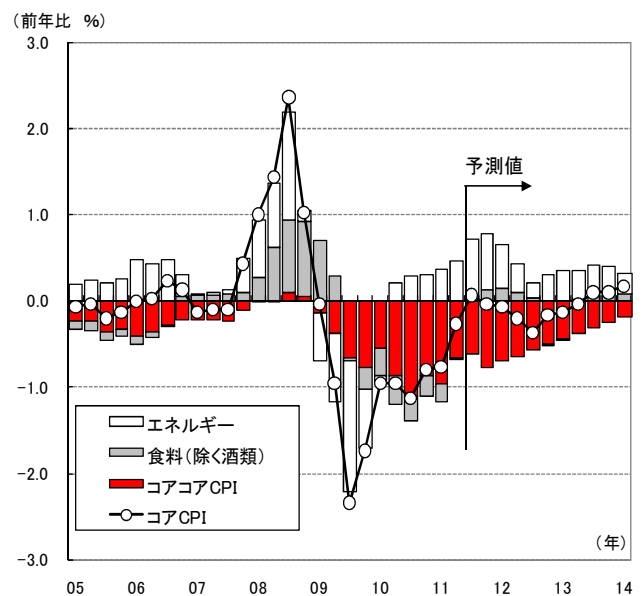
消費者物価指数は 2005 年基準から 2010 年基準への変更が行われ、2011 年 4～6 月分のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価指数) の上昇率は、前年比-0.8～-0.6%ポイント下方修正された。2005 年基準のコア CPI は 2011 年 4 月より前年比で上昇に転じていたが、2010 年基準への改定により、前年比下落へと修正されている (図表 25)。直近の 2011 年 6 月時点では、コア CPI 上昇率は前年比+0.4% から同-0.2%に改定された。

(図表 25) CPI 基準年変更の影響



注: コア CPI (生鮮食品を除く消費者物価指数)。
出所: 総務省資料より野村證券作成

(図表 26) コア CPI 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、13年度について WTI が 103.0ドル/バレル、97.0ドル/バレル、93.0ドル/バレル、円ドルレートが 79.0円/ドル、84.0円/ドル、90.0円/ドル。
出所: 総務省資料より野村證券作成

コア CPI の前年比プラス化は 2013 年半ばまで持ち越される見通し

為替前提の変更も加味したうえで、新基準によるコア CPI を予測したところ、前年比で継続的にプラスに浮上するのは 2013 年半ばとなり、プラス化の時期は 2 年程度先送りされることとなった (図表 26)。なお、コア CPI 上昇率がプラス化するのには、エネルギー価格の上昇等を見込んでいるためであり、より基調的な物価動向を把握できるコアコア CPI (食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価指数) では、予測期間内のプラス化はなお見通せない状況である。

特殊要因による上振れリスクに注意

ただし、特殊要因によりコア CPI が上振れするリスクには留意が必要である。例えば、2010 年度よ

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た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けますようお願い申し上げます。

り実施された公立高校の実質無償化は、コア CPI 上昇率を 0.52%ポイント押し下げたが、目下、復興財源の捻出のために、無償化の見直しが検討されている。仮に無償化が撤廃されたとすると、コア CPI 上昇率は 0.33%ポイント押し上げられることになる（図表 27）。また、復興財源として、所得税や法人税の増税とともに、たばこ税の引き上げが検討されている。たばこ税は 2010 年 10 月に大幅に引き上げられ、コア CPI 上昇率を 0.28%ポイント押し上げたが、2010 年基準の下で仮に 10%引き上げられた場合は 0.07%ポイントの物価押し上げ効果がある。

（図表 27）個別品目の上昇によるコア CPI への影響

	ウエイト (1万分比)	コアCPIへの影響 (%ポイント)
公立高校の実質無償化の廃止	24	0.33
公立高校授業料	7	0.28
私立高校授業料	17	0.05
たばこ料金10%引き上げ	55	0.07
電力料金10%引き上げ	330	0.34
米価格10%上昇	79	0.07
消費税3%引き上げ	—	2.25

- 注: 1. コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。ウエイトはコア CPI に対するウエイトで 1 万分比。
 2. 公立高校の実質無償化を実施したときの影響は -0.52%ポイントであったが、廃止したときの影響が異なるのは、2010 年基準への移行によりウエイトが変化したため。
 3. 2010 年 10 月のたばこ税引き上げの際は、たばこの物価は 38.6%上昇し、コア CPI を 0.28%ポイント押し上げた。
 4. 1993 年の冷害の際は、米類の価格は 1994 年 3 月から 8 月まで前年比 2 桁上昇し、5 月のピーク時点で前年比 21.3%を記録した。
 5. 消費税引き上げの影響は、旧経済企画庁による「1997 年の消費税引き上げの物価への影響」の数値を基に試算。
 6. 2011 年 6 月時点の指数水準を用いて試算。

出所: 総務省、内閣府資料より野村證券作成

更に、原子力発電所の事故も物価に影響を与える可能性が高い。原子力発電所の稼働率が低下する中で、火力発電等にシフトすることなどにより、電力料金が上昇するリスクが高まっている。仮に電力料金が 10%引き上げられた場合、コア CPI 上昇率は 0.34%ポイント押し上げられる。また、放射能汚染の影響により、一部の地域では米類を始めとする作物の作付けができない状況となっている。仮に米価格が 10%上昇すると、コア CPI 上昇率への影響は 0.07%ポイントとなる。放射能汚染の問題は農作物のみならず、食肉や水産物など多岐にわたっており、その影響を洩れなく予想に反映させるのは難しい。

以上の特殊要因は、時期・規模等を想定しづらいことから、メインシナリオに明示的には反映させていない。メインシナリオでは物価の下落は当面継続するとしているが、様々な特殊要因により上振れる可能性が高いことを指摘しておきたい。

(8) 海外発の金融市場の動揺に対応を迫られる本邦政策当局

為替介入と協調して発動された追加金融緩和

日銀は8月4日の決定会合で、「資産買入等の基金」の上限額を40兆円程度から10兆円程度増額し50兆円程度へ拡大することを決定した(図表28)。日銀が金融緩和を実施するのは、震災直後の3月14日以来である。同日、政府はドル円相場において円売り・ドル買い介入を実施した。政府による介入は、ドル円相場が戦後の最安値である76円25銭を記録後、G7(先進7ヶ国)による協調介入が実施された3月18日以来となる。今回の措置は、為替介入と金融緩和を協調させることによって双方の政策効果を高めるとともに、足下で高まっている海外を震源とした景気悪化要因の抑制に、本邦通貨当局が積極的に取り組む意向を有していることを示す意図があったと思われる。

政策スタンス転換の背景には、相場変動要因に対する認識の変化が

政府・日銀ともに、ここ2カ月の間に国内の景気回復に関しては自信を深めてきた。このため、日銀の政策スタンスは景気低迷リスクへの対応姿勢から、回復力を見極めるための様子見姿勢へと明らかに転換しつつあった。日銀が今回、政府と協調して積極的な措置を講じた背景には、円急騰と株価急落を伴った市場の急変が、米国の債務上限問題を巡る一時的混乱から、欧州債務問題の拡大・長期化、米国政治への信認低下、米国景気の減速懸念に根付いたものへと移行し、短期的な変動の範囲に留まらず、当面の間定着するリスクが高まったと判断したことがあったと推察される。

(図表28) 「資産買入等の基金」の状況

(単位:兆円)

	導入時の 買入上限額 (2010年10月)	変更額 (2011年3月)	変更額 (2011年8月)	現在の 買入上限額 (2011年8月)	現在の 買入残高 (7月末時点)	進捗率(%) (7月末時点)
共通担保資金供給	30.00	0.00	5.00	35.00	30.43	86.94
長期国債	1.50	0.50	2.00	4.00	1.31	32.67
国庫短期証券	2.00	1.00	1.50	4.50	2.50	55.64
CP等	0.50	1.50	0.10	2.10	1.58	75.25
社債等	0.50	1.50	0.90	2.90	0.80	27.66
ETFs	0.45	0.45	0.50	1.40	0.34	24.33
J-REIT	0.05	0.05	0.01	0.11	0.02	20.64
資産買入等基金	35.00	5.00	10.01	50.01	36.98	73.95

注: 1. 買入限度額はいずれも目処。2012年末を目途に増額を完了する。

2. 進捗率は、買入上限額に対する買入残高の割合を表す。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

政府・日銀は円高回避に向け政策対応を継続する見込み

日本経済の回復が国内要因に牽引されていることを考えると、足下の円高進行のみで景気が直ちに腰折れする可能性は低い。しかしながら、円高進行が株式市場を通じて間接的に景気下振れ圧力を高めるリスクや、デフレ傾向を助長するリスクは見逃せない。中長期的な観点からは、国内産業の空洞化を促すことも懸念される。このため、今後も政府・日銀は、円高回避に向けて緊密な共同歩調をとっていく可能性が高いと考える。

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。

円高圧力の残存が見込まれる

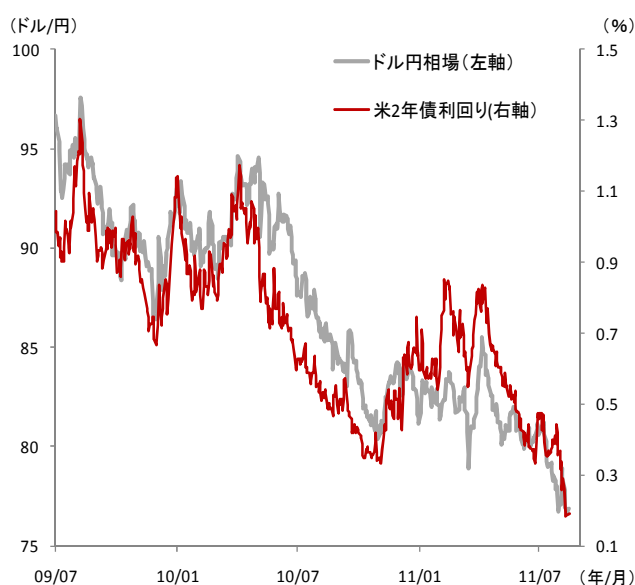
米連邦準備制度理事会（FRB）は8月9日に公表した声明で経済見通しを下方修正した上で、現行の実質的なゼロ金利政策を「2013年半ばまで維持できる」と時間軸の強化を図った。この声明を受けて米国2年債利回りは低下、従来以上に円高圧力が高まっているとみられる。米国景気が減速感を高める、あるいはFRBが追加緩和に踏み切った場合、一段と円高圧力が高まると予想される。米国景気が自律反発に転じ、市場が景気の増勢回復を織り込めるまでには数カ月程度を要する可能性があり、この間、円高圧力は残ると見込まれる。

短期資金の供給増と長期国債の買入増額を予想

日銀が為替介入と協調した対応を取るとの想定に立てば、政策手段としては潤沢な短期資金の供給と資産買入基金の増額が挙げられる。短期資金の供給増額は、介入資金の非不胎化観測と共に当座預金残高の増加による「量的緩和期待」を醸成し、円高圧力緩和の一助となることが期待される。同時に我々は、10-12月期に資産買入オペの3~5兆円の増額を予想している。資産買入オペの増額に際しては、日銀はより安全資産、とりわけ長期国債買入割合を増加させると予想する。今次の買入資金増額分の内訳を前回3月の緩和時と比較すると、リスク資産から安全資産へと比重が移っている。日銀は保有資産のリスク量や金融市場を歪めるリスクに、より警戒的になっているとみられる。また、震災後の1日当たりの介入金額は兆円単位に膨らんでおり、今後も為替介入が繰り返されるならば、日銀の緩和策は変容を迫られる可能性がある。その場合は、買入資産の多様化、長期国債の年限延長といった措置が講じられよう。

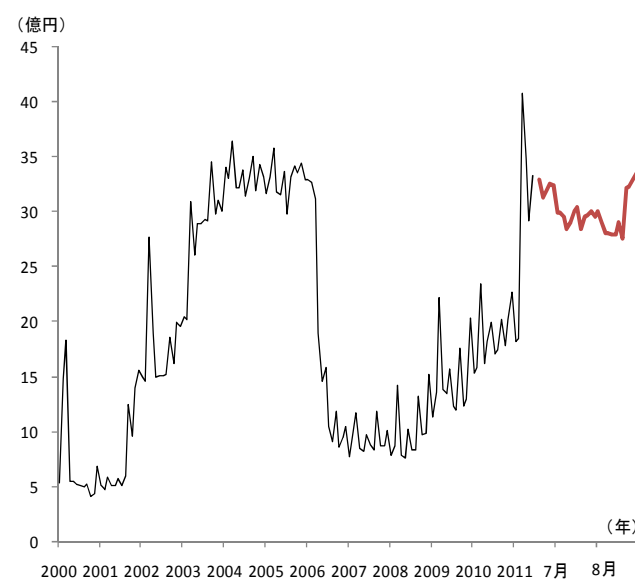
現時点で野村では、米国の利上げ時期の予想を従来の2013年1-3月期から2014年以降へと修正した。日本のデフレ脱却時期は2013年後半、コアCPIが前年比+0.5%程度へ上昇する時期を2015年半ばと予想している。これらの見通しに基づけば、日銀の利上げは2015年後半になると予想される。

（図表 29）ドル円相場と米2年債利回り



出所: ブルームバーグより野村證券作成

（図表 30）当座預金残高の推移



注: 2011年6月までは月次、2011年7月以降は日次データ。
出所: 日本銀行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。

(9) 第3次補正予算成立とその経済効果

景気浮揚効果は限られる第2次補正予算

7月25日に2011年度第2次補正予算が成立した。「1.5次補正」とも呼ばれるこの総額約2兆円の予算（第1次補正予算は総額約4兆円）は、歳出の約7割（67.3%）に当たる1兆3,455億円が具体的な使途が定まっていない地方交付税と予備費に充てられている点で異例である。これは地方政府の自由裁量の余地を広げるという利点がある一方、復興対策で明確な政策方針を構築できていない中央政府による「地方への丸投げ」との印象も否めない。

第2次補正予算の中で、現時点で経済効果を明確に計算できるのが、被災者支援策の3,774億円である。このうち生活再建策の3,000億円が家計の所得を、「二重ローン」対策が企業の所得をそれぞれ押し上げるとしてモデル計算を試みると、1年後（4四半期目）の実質GDPが+0.04%押し上げられる結果となり、景気浮揚効果は極めて限定的である。

他方、使途が特定されていない地方交付税と予備費が、いずれは第1次補正予算と同じ構成で最終的に各支出に割り振られると仮定した場合、1年後（4四半期目）の実質GDPは0.24%押し上げられる計算だが、それでも景気浮揚効果は限定的と言えるだろう。大きな景気浮揚効果は、第3次補正予算の執行まで待つ必要がある。

政府が復興基本方針を発表

政府（東日本大震災復興対策本部）は7月29日に「復興基本方針（東日本大震災からの復興の基本方針）」を発表した。ここでは日本最大級の太陽光・風力発電設備の設置促進、再生可能エネルギーシステムの関連産業集積、部品・素材分野の生産、研究開発拠点の国内立地補助、規制の特例や経済的支援を措置する復興特区制度の創設など、単なる復旧を超えた、被災地復興の「青写真」、「グラウンド・デザイン」が示された。

同方針では追加復興事業の規模が約13兆円と明示される一方、その財源については、具体的な方法や規模等の明記は見送られが、追加復興事業の財源については、概ね以下のように報じられていた。

- 追加復興事業13兆円のうち、2.4兆円は子ども手当など歳出削減で賄う。内訳は、子ども手当の見直しで年間約5,000億円、高速道路無料化の見直しで同約1,000億円、4年間の合計で2.4兆円。
- 0.2兆円は政府保有株（NTT、JT、東京メトロ）の売却により捻出。
- 残り10.5兆円が復興増税の規模。
- 復興増税は、基幹3税のうち所得税と法人税が中心。所得税は定率増税が有力。
- 酒・たばこ増税、消費税増税の可能性も残る。

追加復興関連政策の想定

上記の報道内容をベースに、追加復興関連政策を図表31のように想定した。歳出削減規模は、民主党マニフェスト（政権公約）の大幅見直しを要請する野党の意見を取り入れ、報道された年間6,000億円から、年間1兆円に規模を拡大するとした。税外収入はJT株売却などにより0.2兆円、増税は所得税と法人税のそれぞれ10%定率増税（2013年実施）を想定した。

(図表 31) 追加復興関連政策の想定

	期間		実施時期
2011年度第3次補正予算	1年間	13.0 兆円	2012年4月～ (成立は2011年10月)
歳出削減	1年間 4年間	1.0 兆円 4.0 兆円	
子ども手当廃止(児童手当再開)	1年間 4年間	0.5 兆円 2.0 兆円	2012年4月～
その他マニフェスト見直し	1年間 4年間	0.5 兆円 2.0 兆円	2012年4月～
税外収入(政府保有株売却)	1年間	0.2 兆円	2012年4月～
増税策	1年間 5年間	2.1 兆円 10.5 兆円	
所得定率増税10%	1年間 5年間	1.3 兆円 6.5 兆円	2013年1月～
法人定率増税10%	1年間 5年間	0.8 兆円 4.0 兆円	2013年1月～

出所: 野村證券

追加復興関連政策の経済効果を推定

追加復興関連政策の想定をベースにその経済効果を推定したのが図表 32 である。2011 年度第 3 次補正予算が 2010 年 10 月頃に成立し、支出は主に 2012 年度から開始されると仮定した場合、2012 年度の実質 GDP 成長率は 1.66%ポイント押し上げられる。歳出削減による景気抑制効果を考慮しても、ネットの成長率への影響は+1.61%ポイントとなる。

(図表 32) 復興関連事業の経済効果

	2012年度	2013年度	2014年度
2011年度3次補正13兆円	1.66	0.02	-0.39
歳出削減(年間1.0兆円)	-0.05	-0.09	0.00
所得税10%引き上げ(2013年～)	0.00	-0.03	-0.06
法人税10%引き上げ(2013年～)	0.00	-0.06	-0.04
合計	1.61	-0.16	-0.50

注: 数値は各年度の実質 GDP 成長率への影響(%ポイント)を示す(累積効果ではない)。

出所:内閣府『短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)』より 野村證券推計

既述したように、鉱工業生産等で見えた経済活動が震災前の水準を取り戻す直前のタイミングで外部環境がにわか悪化し、日本経済が新たな困難に直面している。景気持ち直しのペースが鈍化し始めた局面で外部環境悪化が続けば、日本経済は一時的な「景気中だるみ」局面に陥る可能性は否定できない。しかし、外部環境悪化が仮に長期化しても、この 13 兆円規模の巨額な 2011 年度第 3 次補正予算財政拡大が日本経済の大きな減速を回避させ、2012 年前半にかけて先進国の中では例外的な高成長の維持を可能としよう。

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。

景気回復には紆余曲折が予想される

2011年後半には成長回復が予想されるものの、足下の金融市場の動揺により信頼感が損なわれ、家計資産が減少している。

景気動向

天候不順、東日本大震災など2011年前半の経済活動を減速させた一時的な「ショック」は後退したものの、株式市場急落が景気回復を脅かしている。とは言え、自動車生産が回復し、自動車販売が上向くなど、自動車セクターには明確な改善がみられる。労働コストの伸びが抑制されており、商品価格の上昇の影響を吸収し、企業収益の増益基調を維持しやすい状況にある。工場や機械設備の新規投資需要は依然として堅調だが、先行き不透明感が強まり、今後は弱まる可能性がある。家計債務は高水準で、引き続き個人消費が抑えられており、景気拡大が自律的なものとなるには引き続き健全な雇用の伸びが欠かせない。失業率が3カ月連続で上昇するなど低迷が続けた後、7月の雇用統計で民間部門の雇用の伸びが回復したことは、採用活動の減速が一時的だったとの見方を裏付ける心強い兆しと言えよう。他方、住宅市場は差し押さえ住宅の未処理分が法的措置により処理されるまで低迷を続けるとみられる。

物価動向

2011年初めにかけて、消費者物価（CPI）上昇率を加速させた商品価格急騰は一段落したようにみえる。原油価格も下落し、CPI上昇率は減速しはじめた。コアCPI上昇率は2010年10月に前年同月比+0.6%で底を打ち、2011年6月には同+1.6%まで加速し、「コアインフレ」が回復した。しかし、足下の上昇の大半は、自動車市場の一時的な需給不均衡によるものである。自動車生産が正常の水準を回復するにつれ、夏の終わりまでには、この要因の物価への上昇圧力は収まろう。さらに、生産資源の余剰状況が解消せず、コアCPIの持続的な加速を抑制するとみられる。

財政・金融政策

さらなる景気悪化を示す明確な兆候がみられれば、米連邦準備制度理事会（FRB）はこれまでとはやや異なる新たな量的緩和に踏み切るものとみられる。景気見通しの不安定さが金融緩和の解除を先送りする要因となっている。我々は、FRBは野村予想期間の終わりにあたる2013年末まで政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を据え置くと予想している。

リスク要因

米国経済は、長期にわたるディレバレッジ（債務削減）が続くなか、依然として、必然的かつ避けがたい強力な向かい風に直面しており、野村の成長予想に対するリスクは下振れ方向である。欧州政府債務危機が依然として金融市場の安定を脅かす一方、とりわけ州・地方政府の財政緊縮や海外の景気減速がこのリスクを増幅させている。

米国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	0.4	1.3	2.0	2.9	1.5	2.2	2.7	2.8	1.7	2.2	2.6
個人消費	2.1	0.1	1.4	2.5	0.3	2.1	2.4	2.9	2.0	1.6	2.9
非住宅固定資本形成	2.1	6.3	4.8	7.8	8.6	8.4	7.2	5.5	6.9	7.4	5.4
住宅投資	-2.5	3.8	2.4	7.2	8.8	10.5	13.9	14.2	-1.5	8.7	10.5
政府支出	-5.9	-1.1	-2.1	-1.8	-2.1	-2.5	-1.2	-0.1	-2.3	-1.8	-0.3
輸出(財・サービス)	7.9	6.0	4.2	8.0	7.7	7.1	7.4	6.6	7.4	7.0	5.8
輸入(財・サービス)	8.3	1.3	-0.1	4.1	4.0	4.0	5.9	6.7	4.8	3.8	5.6
	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
GDPへの寄与度	0.4	0.7	1.2	2.3	1.1	1.9	2.7	3.0	1.6	1.9	2.8
国内最終需要	0.4	0.7	1.2	2.3	1.1	1.9	2.7	3.0	1.6	1.9	2.8
在庫投資	0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
純輸出	-0.3	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	0.0	-0.3	0.2	0.3	-0.2
失業率(%)	8.9	9.1	9.0	8.7	8.6	8.6	8.6	8.5	8.9	8.6	8.1
非農業部門雇用者数(1,000人)	166	105	125	140	120	150	150	150	134	143	180
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000戸)	582	576	597	630	654	682	755	773	596	716	815
消費者物価(前年比%)	2.2	3.3	3.0	2.2	1.2	0.4	0.6	0.9	2.7	0.8	1.6
コア消費者物価(前年比%)	1.1	1.5	1.8	2.1	2.0	1.7	1.4	1.3	1.6	1.6	1.5
連邦財政収支(対GDP比%)									-9.2	-8.3	-7.2
経常収支(対GDP比%)									-3.1	-3.1	-3.4
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)	2.40	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.44
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(%)	0.30	0.25	0.20	0.20	0.20	0.30	0.30	0.35	0.20	0.35	0.45
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.82	0.46	0.25	0.30	0.30	0.40	0.45	0.70	0.30	0.70	1.20
5年物財務省証券利回り(%)	2.27	1.76	1.00	1.20	1.15	1.30	1.50	1.65	1.20	1.65	2.55
10年物財務省証券利回り(%)	3.47	3.16	2.25	2.30	2.25	2.40	2.60	2.85	2.30	2.85	3.40
30年物住宅ローン金利(%)	4.86	4.51	3.90	3.95	3.85	3.95	4.15	4.40	3.95	4.40	4.90

(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8月12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

逆風の中、ECBは政策対応に着手

景気の腰の強さが金融市場の混乱により試され、短期的な見通しが悪化している。市場の信頼感が回復すれば、景気も上向いていこう。

景気動向

原油高、外需の減速、政府債務危機による信頼感低下が消費支出の足かせとなっているように、ユーロ圏の景気の勢いは明らかに弱まってきている。2011年10-12月期に金融市場の信頼感が回復すれば、より緩やかなペースではあろうが、景気回復は持続しよう。固定資本形成(住宅を含む)の伸びは依然として底ばいに近いが、信頼感が回復すれば、回復が加速しよう。また、失業率が低下し、労働市場が改善すれば域内の消費を支えよう。

物価動向

野村では、今秋に消費者物価(HICP)上昇率は前年比+3.2%でピークをつけ、2012年には欧州中央銀行(ECB:中央銀行)の政策目標(前年比+2.0%を下回るが、これに近い値)を下回る水準まで低下し、2013年末までに再び同+2%に加速すると予想している。賃上げや予想期間のGDPギャップ((実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)が緩やかながら縮小していくことが、域内の物価上昇圧力となる一方、高騰していた商品価格の反落や貿易加重ベースでユーロの上昇が予想されることが物価の下押し圧力をもたらそう。

財政・金融政策

金融市場は引き続き著しく不安定化した状態にあり、目先の成長見通しについても多大な不透明感がある。ECBは8月7日の電話会議後に声明を発表し、債券買い入れプログラムを積極的に実行していく意向を明らかにした。野村では、向こう数週間にわたり、国債買い入れが続くと予想している。金融政策については、ECBは引き続き「様子見」姿勢を続けている。野村では、ECBは2012年7月まで政策金利を据え置き、その後2013年末にかけて政策金利の主要リファイナンス金利を2.5%の水準まで緩やかに引き上げると予想を変更した。なお、マクロ経済環境がさらに悪化すれば、3分の1の確率で緊急利下げが実施されるとみている。

リスク要因

野村の成長見通しには下振れリスクがあり、これは主として未解決の政府債務危機と、この問題が銀行セクターに及ぼすマイナスの影響に起因する。また、インフレ予想と金利見通しに対するリスクはいずれも下振れ方向である。

ユーロ圏経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	3.4	1.0	0.6	0.8	1.4	2.4	1.8	1.7	1.8	1.4	1.7
個人消費	0.9	-0.1	0.5	0.2	1.2	1.6	1.4	1.4	0.7	1.0	1.5
固定資本形成	7.9	2.4	-1.8	-1.0	0.8	5.6	6.4	5.8	2.3	2.1	5.2
政府消費	2.0	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.5	0.0	0.9
輸出(財・サービス)	7.7	2.0	1.0	3.4	4.8	7.8	5.2	5.3	5.7	4.5	5.5
輸入(財・サービス)	5.7	0.6	-0.7	1.6	3.8	7.3	6.4	6.1	4.0	3.7	6.3
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	2.4	0.3	-0.1	-0.1	0.9	2.0	2.1	2.1	0.9	0.9	1.9
在庫投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
純輸出	1.0	0.7	0.8	0.8	0.5	0.4	-0.3	-0.2	0.8	0.5	-0.2
失業率(%)	10.0	9.9	9.9	9.8	9.8	9.7	9.6	9.5	9.9	9.7	9.3
雇員報酬(一人当たり、前年比%)	1.9	2.0	2.5	2.5	2.2	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.6
労働生産性(前年比%)	2.1	1.4	1.0	1.0	0.4	0.6	0.9	1.1	1.4	0.7	1.0
単位労働コスト(前年比%)	-0.2	0.5	1.4	1.5	1.8	1.4	1.2	1.2	0.8	1.4	1.7
財政収支(対 GDP 比%)									-4.3	-3.4	-2.2
経常収支(対 GDP 比%)									-0.6	-0.3	-0.2
消費者物価(HICP、前年比%)	2.5	2.8	2.7	2.9	2.1	1.6	1.5	1.5	2.7	1.7	1.8
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	1.50	2.00	2.50
3カ月物 EURIBOR 金利(%)	1.24	1.55	1.70	1.75	1.78	1.78	2.10	2.35	1.75	2.35	2.85
10年物ドイツ国債利回り(%)	3.35	3.01	2.50	2.70	2.90	3.20	3.50	3.75	2.70	3.75	4.00
米ドル/ユーロ為替レート (米ドル)	1.40	1.44	1.40	1.40	1.43	1.45	1.45	1.45	1.40	1.45	1.35

(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8月12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

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。

金融引き締めへの不確実な道のり

基本的な経済活動は緩やかに上向きつつあるが、回復の度合いは不確かで、その勢いは引き続き弱い。そのため、インフレが高い中、イングランド銀行（BOE:中央銀行）の金融政策委員会は身動きがとりにくくなっている。

景気動向

基調的な成長率（変動の大きな建設を除く）は、おそらく実質 GDP 成長率全体の数字が示す以上に改善している。とりわけ 2010 年 10-12 月期は悪天候、2011 年 4 月はロイヤルウェディングによる臨時休日により、実質 GDP 成長率がそれぞれ押し下げられた。大幅に緩和的な金融緩和とポンド安が続いていることは、今後の景気に対する極めて強い追い風になると予想される。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、経済の成長はより均衡のとれたものになるだろう。

物価動向

付加価値税（VAT）の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。このようななか、6 月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+4.2%と、予想に反して減速した。我々は、CPI 上昇率は、向こう数カ月にかけてこの近辺で高止まり、電力・ガス料金が引き上げられる今秋には、上昇率が加速すると予想する。しかしながら、最終的には余剰生産能力によるインフレ抑制効果や前年の水準が高かった反動により、CPI 上昇率は政策目標値（前年比+2.0%）に向けて低下しよう。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+3.2%となる。

財政・金融政策

世界景気の減速や内需減退を受けて、イングランド銀行（BOE:中央銀行）の金融政策委員会（MPC）は長期的に政策金利を据え置く公算が大きい。野村では、MPC は 2012 年 8 月に利上げに踏み切ると予想しているが、その場合、利上げが後手に回り、MPC の政策目標である中期的な物価安定が脅かされ、最終的に利上げペースが加速する可能性がある。これより前の時点での資産買い取りが再開される可能性は低く、この確率を 20%と考える。野村では、2012 年末、2013 年末の政策金利の予想をそれぞれ 1.00%（従来予想は 1.50%）、2.00%（同 2.50%）へ引き下げている。2011 年度予算（2011 年 4 月～2012 年 3 月）では、2014/15 年度まで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、2011 年、2012 年の実質 GDP 成長率が年 1.5%ポイント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。利上げ時期の野村予想については、リスクは均衡している。

英国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	1.9	1.0	2.1	1.0	1.9	2.6	3.9	1.4	1.2	2.1	2.2
民間消費	-2.4	0.8	1.5	1.0	1.4	2.1	4.2	1.2	-0.4	1.7	2.5
固定資本形成	-7.7	7.1	4.0	4.5	5.8	5.4	4.6	3.1	1.1	5.0	2.0
政府消費	2.0	-0.8	-0.4	-1.1	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	0.4	-1.3	-1.8
輸出(財・サービス)	9.8	6.2	4.5	2.6	4.3	6.1	7.5	4.8	7.5	4.9	5.8
輸入(財・サービス)	-9.1	6.8	2.8	2.5	2.4	3.1	4.6	2.0	2.8	3.1	3.0
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	-2.3	1.4	1.5	1.1	1.4	1.8	3.0	0.9	0.0	1.6	1.5
在庫投資	-1.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.1
純輸出	5.6	-0.3	0.4	0.0	0.5	0.8	0.7	0.8	1.2	0.4	0.8
失業率(%)	7.7	7.7	7.9	8.0	8.0	7.9	7.7	7.5	7.8	7.7	7.0
財政収支(対GDP比%)									-8.4	-7.3	-6.1
経常収支(対GDP比%)									-2.5	-2.2	-1.9
消費者物価(前年比%)	4.1	4.4	4.2	4.4	3.2	2.7	2.9	2.1	4.3	2.7	2.1
小売物価(前年比%)	5.3	5.1	5.0	5.1	3.6	3.4	3.5	2.8	5.1	3.3	3.0
政策金利(オフィシャル・バンク レート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	0.50	1.00	2.00
10年物国債利回り(%)	3.69	3.38	3.10	3.30	3.50	3.65	3.80	3.90	3.30	3.90	4.60
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.84	0.89	0.86	0.85	0.84	0.83	0.83	0.82	0.85	0.82	0.80
米ドル/ポンド為替レート (米ドル)	1.70	1.62	1.63	1.65	1.70	1.74	1.75	1.77	1.65	1.77	1.69

(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8月12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

海外の不透明さにもかかわらず高成長持続の見込み

中国の成長に占める内需の比率が高まりつつあることから、引き続き高成長を継続するものとみられる。

景気動向

2011年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+9.5%へ、1-3月期の同+9.7%から減速した。金融引き締めもその一因となった。7月の鉱工業生産の伸びも前年同月比+14.0%と、6月の同+15.9%から減速した。これに対して、7月の製造業購買担当者指数（PMI）は新規受注指数が6月の50.8から52.1へ上昇する一方、完成品在庫指数は51.0から49.2へ低下し、景気減速傾向が反転した可能性を示唆している。1~7月の都市部固定資産投資（名目）は前年同月比+25.4%と、1~6月期の同+25.6%に比べ若干減速したが、政府による低価格住宅の大幅供給拡大政策に支えられ、年内は引き続き堅調に推移するものとみられる。また、7月の小売売上（名目）は、主として自動車販売の減少により、6月の前年同月比+17.7%から同+17.2%へ減速した。7月のマネーサプライM2の伸びは6月の前年同月比+15.9%から同+14.7%へ減速し、7月の人民元建て銀行貸出純増額も4,926億元と、6月を1,413億元上回った。

物価動向

2011年7月の消費者物価（CPI）上昇率は、6月の前年同月比+6.4%から同+6.5%へ加速した。7月は食料品価格の上昇率が6月の同+14.4%から同+14.8%へ加速した。食料品を除くCPI上昇率も住宅関連（賃料と公共料金）の上昇（同+5.9%）を受け、同+2.9%となった。7月の生産者物価（PPI）上昇率は前年同月比+7.5%と、6月の同+7.1%から加速した。余剰生産能力が徐々に縮小することや、投入コスト（原材料や賃金）の高止まり、電力料金の自由化、過剰流動性を踏まえ、我々は2011年のCPI上昇率を前年比+5.2%、2012年を同+4.8%、2013年を同+4.5%と予想する。

財政・金融政策

政策当局は、インフレ懸念よりも対外要因の不透明さを重視し、引き締め姿勢を抑える方向へ、政策をわずかに転換する可能性を示唆した。野村では、金融当局は2011年中は、政策金利と預金準備率を据え置き、「様子見」姿勢を維持するとみている。長期的には、政策当局はインフレ抑制のため、金融政策の重点を貸出総量規制や為替目標から金利に切り替えると予想される。また、2012年には1年物貸出基準金利が計0.50%ポイント、1年物預金基準金利が計1.0%ポイントそれぞれ引き上げられ、不動産市場を中心に政府の引き締め政策が続くだろう。2011年から2013年にかけては社会保障制度改革により、引き続き活発な財政政策が予想される。一方、第12次5ヶ年計画は、経済成長の質と持続性を高める改革の力強い一歩となるだろう。

リスク要因

中国経済にとって、外需の急激な減少とインフレ圧力が二大リスクである。世界情勢が08年の金融危機と同様の推移をたどるならば、2011年の実質GDP成長率は前年比+9.0%まで減速する可能性がある。このリスクシナリオにおいては、政策当局は金融・財政政策を打ち出すとみられ、2012年

の実質 GDP 成長率は同+8.8%と、堅調な水準を維持しよう。一方、このような措置により、マクロ経済の不均衡は正に遅れが生じ、2012年より先に中国経済がハードランディングに陥るリスクが高まろう。また、インフレの高止まりが続くリスクもあり、当局は、野村の基本シナリオで予想している以上に厳しい金融引き締めを余儀なくされる可能性がある。

中国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
実質 GDP(前年比%)	9.7	9.5	9.3	9.5	9.1	8.8	8.4	8.1	9.5	8.6	8.4
消費者物価(前年比%)	5.1	5.7	5.5	4.2	4.2	4.4	5.0	5.4	5.2	4.8	4.5
コア消費者物価(前年比%)	2.2	2.4	2.6	2.7	2.5	2.8	2.9	3.0	2.5	2.8	2.6
小売売上高(名目、前年比%)	16.3	17.0	18.0	18.2	18.3	17.9	18.0	18.2	17.4	18.1	18.8
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	23.0	23.5	22.5	22.0	20.5	22.5	22.0	20.0	22.0	20.0	18.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	14.4	13.9	14.0	14.5	14.2	14.0	13.7	13.8	14.1	13.9	13.5
輸出(米ドル建て、前年比%)	26.5	22.1	18.8	15.0	10.1	13.0	13.0	13.0	20.1	12.4	11.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	32.6	23.1	20.9	20.0	15.0	18.0	17.0	17.9	23.8	17.0	16.0
貿易収支(10 億米ドル)	-1.0	46.7	69.5	52.2	-21.1	31.4	61.0	36.8	167.5	108.1	19.0
経常収支(対 GDP 比%)									2.9	1.4	0.5
財政収支(対 GDP 比%)									-1.3	-1.0	-1.2
人民元建貸出の純増額 (兆元)									8.0	8.4	9.6
1 年物貸出基準金利(%)	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.81	6.81	7.06	6.56	7.06	7.06
1 年物預金基準金利(%)	3.00	3.25	3.50	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50	3.50	4.50	4.50
預金準備率(%)	20.00	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50
人民元/米ドル為替レート (人民元)	6.50	6.47	6.35	6.25	6.16	6.08	6.02	5.95	6.25	5.95	5.75

(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 8 月 12 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 (年未値、%)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
全世界	4.0	4.2	4.3	4.5	3.6	3.6	3.72	4.07	4.28
先進国	1.6	2.2	2.3	2.5	1.3	1.6	0.79	1.04	1.32
新興国	6.6	6.2	6.2	6.7	6.0	5.5	6.89	7.22	7.24
米州	2.5	2.6	3.0	4.3	2.8	3.1	2.68	2.83	2.90
米国	1.7	2.2	2.6	2.7	0.8	1.6	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.7	2.4	2.2	2.8	2.1	2.0	1.75	2.75	3.50
ラテンアメリカ	4.4	3.6	4.0	8.7	8.4	7.2	9.69	9.97	10.01
アルゼンチン	8.0	4.0	3.5	24.4	25.4	18.0	12.00	11.00	14.00
ブラジル	3.8	3.7	4.5	5.9	4.9	4.5	12.50	12.50	10.75
チリ	6.5	5.0	6.0	4.5	3.0	3.0	6.00	6.00	6.00
コロンビア	5.0	4.5	4.5	3.5	3.7	3.7	5.00	7.00	7.00
メキシコ	3.7	3.0	3.2	3.9	4.0	3.7	4.50	5.00	6.50
ペネズエラ	1.5	3.0	3.5	30.1	32.0	29.8	20.00	22.00	22.00
アジア・太平洋地域	6.3	6.8	6.5	4.9	4.2	4.1	5.14	5.46	5.60
日本	-0.3	3.1	1.7	-0.2	-0.2	0.0	0.05	0.05	0.05
豪州	2.8	4.3	3.2	3.7	3.4	3.8	4.75	5.00	5.50
ニュージーランド(NZ)	2.2	3.5	3.6	4.6	2.9	2.7	3.00	4.50	5.00
アジア(除く日本・豪州・NZ)	7.9	7.6	7.5	6.0	5.1	4.9	6.21	6.53	6.63
中国	9.5	8.6	8.4	5.2	4.8	4.5	6.56	7.06	7.06
香港	5.4	4.5	4.2	5.3	5.1	4.6	0.25	0.45	0.70
インド	7.7	7.9	8.1	9.4	6.8	7.1	8.25	8.25	8.25
インドネシア	6.5	7.0	7.0	5.6	5.8	5.3	6.75	7.00	6.50
マレーシア	4.7	5.1	5.0	3.1	3.2	3.1	3.00	3.50	3.75
フィリピン	5.1	5.7	6.5	4.9	5.0	5.0	4.50	5.00	6.00
シンガポール	5.6	5.3	5.5	4.5	3.2	3.0	0.44	0.44	1.75
韓国	3.5	5.0	4.0	4.4	3.6	3.0	3.25	3.50	4.00
台湾	4.5	5.0	5.2	1.8	2.7	2.4	2.00	2.50	3.00
タイ	4.1	4.7	4.8	3.7	3.9	3.6	3.50	4.00	4.50
ベトナム	6.4	6.9	7.1	18.0	10.0	9.0	14.00	10.00	9.00
欧州先進国	1.8	1.6	1.8	3.0	1.9	1.9	1.36	1.89	2.48
ユーロ圏	1.8	1.4	1.7	2.7	1.7	1.8	1.50	2.00	2.50
オーストリア	2.9	1.8	2.2	3.5	1.8	2.0	1.50	2.00	2.50
フランス	1.6	1.7	2.0	2.4	1.9	1.8	1.50	2.00	2.50
ドイツ	3.2	1.8	1.8	2.6	1.8	1.7	1.50	2.00	2.50
ギリシャ	-4.9	-0.9	1.2	2.9	0.8	0.4	1.50	2.00	2.50
アイルランド	0.3	1.4	2.0	0.7	0.6	1.0	1.50	2.00	2.50
イタリア	0.7	0.8	1.1	2.7	2.4	1.9	1.50	2.00	2.50
オランダ	1.9	1.5	1.8	2.6	2.1	2.1	1.50	2.00	2.50
ポルトガル	-2.1	-1.8	0.2	3.2	1.8	1.3	1.50	2.00	2.50
スペイン	0.7	0.8	1.7	3.4	2.8	2.0	1.50	2.00	2.50
英国	1.2	2.1	2.2	4.3	2.7	2.1	0.50	1.00	2.00
ノルウェー	2.5	3.1	3.0	1.6	1.8	2.3	2.50	3.50	4.00
スウェーデン	4.6	2.3	2.1	3.0	2.7	2.6	2.50	3.50	4.00
スイス	2.2	2.3	1.6	0.7	1.0	1.7	0.00	0.75	1.25
その他新興国(EEMEA)	4.7	4.0	3.9	6.9	6.6	5.8	6.14	6.63	6.53
チェコ	1.9	2.1	2.8	1.6	4.0	2.2	1.25	2.00	3.00
エジプト	1.2	3.1	2.5	12.1	9.5	8.0	8.25	9.00	9.00
ハンガリー	1.9	1.6	2.0	3.8	3.4	3.6	6.00	6.00	6.00
イスラエル	4.2	3.3	3.5	3.3	3.0	3.3	3.50	4.00	4.25
カザフスタン	6.2	5.5	6.0	8.3	7.4	7.8	7.50	7.50	8.00
ポーランド	4.4	4.3	4.1	4.2	3.3	2.9	5.00	5.25	5.00
カタール	20.2	14.0	10.0	3.6	3.5	3.2	1.50	2.00	2.50
ルーマニア	1.5	1.7	2.5	6.4	3.5	3.0	6.25	6.00	6.50
ロシア	4.2	3.6	3.4	8.7	8.3	6.7	8.25	8.75	7.50
サウジアラビア	6.0	4.0	4.0	5.6	5.0	5.0	2.00	2.00	2.00
南アフリカ	3.3	3.9	4.0	4.9	6.2	6.5	5.50	6.00	8.00
トルコ	7.0	4.2	5.0	7.5	7.0	6.8	7.00	8.00	8.50
ウクライナ	4.8	5.0	3.8	10.2	12.4	10.5	7.75	9.00	9.00
アラブ首長国連邦	4.8	3.8	4.5	2.0	3.0	3.2	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、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.ブ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108ドル/バレル、2012年99ドル/バレル、2013年99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. 2011~2013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。2011~2013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8月15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、経済全般の業績、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けますようお願い申し上げます。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、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。

野村証券株式会社

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、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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。