

2011/2012 内外マクロ経済予測&lt;日本&gt;

2011年04月01日  
広告審査番号 MFB151-110401  
MSRC 審査番号 06-A-110401

日本経済見通し（東北地方太平洋沖地震を受けた見直し）

投資調査部 宮川 憲央

## ポイント

今回の東北地方太平洋沖地震による被災者の皆様に謹んでお見舞いを申し上げますとともに、一刻も早い復興と皆様のご健康を心よりお祈り申し上げます。

➤ MSRC（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）では、2月に公表した日本経済見通しについて、10年10-12月期 GDP・2次速報値の公表を受けて、3月11日に改定を行ったところであるが、今回の東北地方太平洋沖地震が日本経済に甚大な被害を及ぼしている状況を踏まえて、再度、経済見通しの見直しを行った。その結果、10年度の実質 GDP 成長率は+2.9%（3月時点：+3.0%）、11年度は同+0.6%（同+2.0%）、12年度は同+2.6%（同+2.1%）となった。震災の影響を受けて11年度上期の見通しを大幅に下方修正する一方、11年度下期については復興需要の顕在化やボトルネックの改善が進展するという想定のもとで、上方修正を行っている。

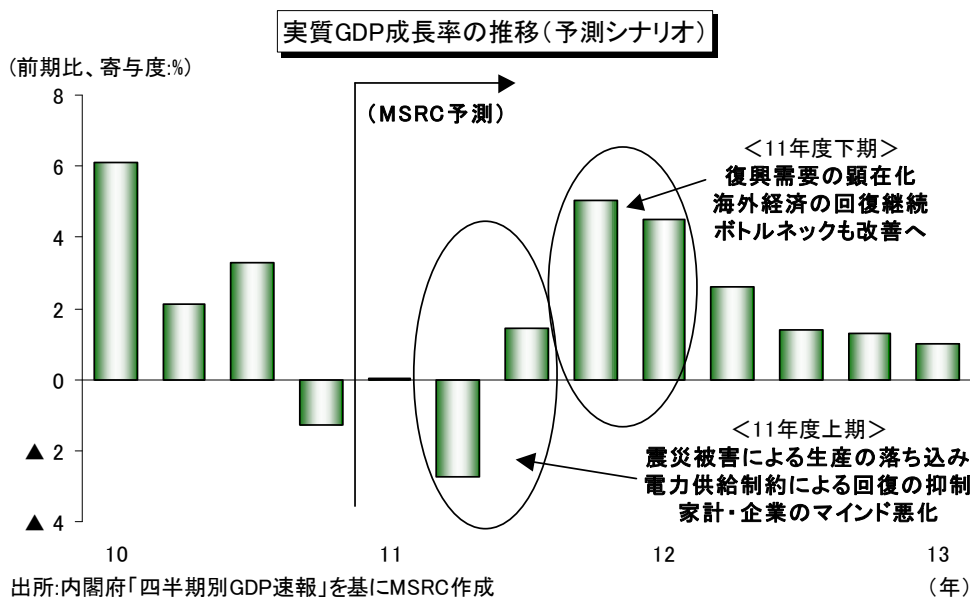
➤ 今回想定した景気シナリオを考える上でのポイントは以下の通りである。

## &lt;11年度上期&gt;

- ① 被災地域における工場の操業停止など直接的な震災被害の影響
- ② 部品など中間財の調達難によるサプライチェーンへの影響
- ③ 電力供給の停滞による経済活動への影響
- ④ 企業・家計のマインド悪化の影響

## &lt;11年度下期&gt;

- ① 官民による復興需要の顕在化
- ② 米国や中国をはじめとする海外経済の回復継続
- ③ 供給面でのボトルネックも徐々に改善



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

- 上記のような点を踏まえて、今回、経済見通しの見直しを行ったが、今後の景気の経路については、①サプライチェーンの復旧状況や電力の供給制約に対する企業の対応、②補正予算の規模やタイミングなどに依存するところが大きいと考えている。
- まず、①については、徐々に生産再開や物流網の復旧といった動きもみられはじめているほか、国内の他地域および海外での代替生産、輸入も含めた代替調達源の確保がどの程度進むかといった点がポイントになる。一方、電力供給については早期の復旧が難しく、電力の最需要期にあたる夏場には再び計画停電（特に、大口需要者に対する電力使用制限も伝えられている）が実施される可能性が高い。夏場の電力不足に対して企業がどのように対応するか（休日・夜間の操業や自家発電、生産スケジュールの分散など）という点がポイントになると考えている。このような供給制約に対する企業の対応が進展すれば、想定しているよりも早期に回復の動きがみえてくる可能性も考えられる。
- また、②については、今回の経済見通しでは国費 6 兆円程度の補正予算が編成されると想定した。ただし、復興に必要な予算規模およびそれに対する財源確保の目処、補正予算成立のタイミングは政治情勢も絡んで現時点では不透明な要素が多く、復興に向けた財政支出の規模やタイミング次第で、今回の見通しも大きく影響されると考えている。また、政策対応という点では、仮に、補正予算規模や国債発行額が膨らむことになれば、民間でも復興に向けた資金需要が生じると見込まれるなかで、長期金利に上昇圧力が掛かる可能性も考えられる。この際、日銀がさらなる追加緩和、具体的には資産買入れの増額を打ち出すかどうかという点にも注目しておきたい。
- 以上のように、今回の見通しは、今後の企業の対応や政策対応により変化が生じることが考えられる。また、福島第 1 原子力発電所の事故が一段と深刻化するケースなどリスク要因も残されている。外部環境という点では、中東・北アフリカ情勢や原油価格の動向には引き続き注意しておきたい。本日の日銀短観でも確認されたように原油価格の高騰などから交易条件は大幅に悪化しているが、供給制約により稼働率の改善が見込みづらいなかでは、こうした動きを吸収する余地が乏しくなる可能性があり、それは企業収益の圧迫ないしはコスト削減圧力の強まりに直結しかねないためである。こうした動きに注意を払いながら、引き続きフォローしていきたいと考えている。
- なお、本予測の前提は以下の通り。①予測期間中、為替は 1 ドル=82.5 円、②原油入着価格は 1 バレル=85 ドル、③財政政策は上記の通り、国費 6 兆円規模の補正予算編成を想定、④金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。ただし、金融政策については震災被害の拡大や再び金融市場が急速な変動に見舞われる場合には、さらなる追加緩和の可能性があると考えている。
- 予測期間中の原油入着価格については、1 バレル=85 ドルという前提を置いているものの、現時点では既に前提水準を上振れており、今後の中東・北アフリカ情勢次第ではさらなる高騰を招く可能性も排除はできない。この場合、マクロモデルに基づく、原油価格が 100 ドルの場合ではベースライン（この場合 85 ドル）に比べて、実質 GDP は 11 年度▲0.1%、12 年度▲0.2%押し下げられると試算される。同様に 110 ドルの場合では、11 年度▲0.1%、12 年度▲0.3%押し下げられることになる。また、供給ショックによる原油価格の高騰が、大量のエネルギーを消費する新興国をはじめとする海外経済の減速を招くといった経路も考えられるため、中東・北アフリカ情勢や原油価格の動向には、当面、特に注意を払っておきたい。◆

日本 GDP 予測表

(前期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)				
名目GDP	▲0.6	0.6	▲0.7	0.3	▲1.0	0.3	0.7	1.1	0.2	0.1	0.1	0.5	▲3.7	1.0	▲0.0	1.6
実質GDP	0.5	0.8	▲0.3	0.0	▲0.7	0.4	1.2	1.1	0.6	0.3	0.3	0.3	▲2.4	2.9	0.6	2.6
(前期比年率)	2.1	3.3	▲1.3	0.0	▲2.7	1.5	5.0	4.5	2.6	1.4	1.3	1.0				
*国内需要	0.3	1.0	▲0.2	0.1	0.3	0.3	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	▲2.7	2.0	1.5	2.1
*民間需要	0.2	1.0	▲0.0	0.0	▲0.0	0.0	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	▲3.9	1.9	0.7	1.8
民間最終消費支出	▲0.0	0.9	▲0.8	0.0	▲0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	▲0.0	1.1	▲0.2	0.9
民間住宅	▲0.3	1.8	2.9	1.5	0.9	0.6	1.8	2.2	1.9	1.5	1.3	1.5	▲18.2	▲0.0	6.0	7.0
民間企業設備	2.9	1.4	0.5	1.0	0.4	0.6	1.4	1.6	1.8	2.0	1.9	1.5	▲13.6	5.3	3.4	6.8
*民間在庫品増加	▲0.1	0.3	0.3	▲0.1	0.0	▲0.1	0.3	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲1.1	0.6	0.2	0.1
*公的需要	0.0	▲0.1	▲0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.0	1.2	0.0	0.8	0.3
政府最終消費支出	1.1	0.3	0.3	0.2	1.0	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	3.4	2.1	1.9	1.0
公的固定資本形成	▲4.0	▲2.0	▲5.6	1.0	2.0	6.0	5.5	4.0	▲1.0	▲1.5	▲2.0	▲1.5	14.2	▲8.7	9.3	2.4
*公的在庫品増加	▲0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.9	0.0	0.3	0.3	0.2	▲0.0	0.0	▲0.0	0.3	1.0	▲0.9	0.5
財貨・サービスの輸出	5.3	1.5	▲0.8	0.5	▲4.5	2.5	3.9	3.7	2.6	1.1	0.7	0.3	▲9.6	17.1	0.5	9.4
財貨・サービスの輸入	4.0	2.9	▲0.1	1.3	1.7	2.4	2.1	1.8	1.6	1.2	0.6	0.3	▲11.0	10.9	6.8	6.0
GDPデフレーター	▲1.9	▲2.1	▲1.6	▲1.4	▲0.7	▲0.5	▲0.5	▲0.9	▲1.1	▲1.3	▲1.0	▲0.8	▲1.3	▲1.8	▲0.6	▲1.0

注: \*の項目は寄与度、GDPデフレーターは前年同期比  
出所: 内閣府「四半期別GDP速報」を基にMSRC作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)				
鉱工業生産	21.0	13.5	4.9	▲1.9	▲6.2	▲4.0	0.0	2.4	7.4	7.6	5.3	3.1	▲8.9	8.7	▲2.0	5.8
(前期比)	1.5	▲1.8	▲1.6	0.0	▲3.0	0.5	2.6	2.4	1.8	0.7	0.4	0.2				
国内企業物価	0.2	▲0.1	1.0	1.7	1.7	2.5	2.4	1.8	1.7	1.6	1.3	0.9	▲5.2	0.6	2.1	1.4
消費者物価(生鮮食品除く)	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.2	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	▲1.6	▲0.8	0.3	0.1
完全失業率(%)	5.1	5.0	5.0	4.8	5.0	5.2	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8	4.8	5.2	5.0	5.1	4.9
名目雇用者報酬	1.2	1.2	0.8	0.1	▲0.9	▲1.1	▲0.7	▲0.6	0.6	1.0	1.5	0.9	▲3.6	0.8	▲0.8	1.0
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	84.5	85.0	87.5	90.0	89.0	89.0	90.0	90.0	91.0	77.5	82.0	87.9	90.0
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	4.5	2.7	3.4	2.6	3.7	3.0	3.6	2.5	3.5	15.8	16.6	12.4	12.6
政策金利(無担保コールO/N物)	0.1	0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1				
長期金利	1.27	1.04	1.05	1.20	1.30	1.30	1.30	1.40	1.40	1.30	1.30	1.30				

注: 長期金利は新発10年国債利回り。実績値は期中平均、予測はレンジの中央値  
出所: 各種統計を基にMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、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費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごと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や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人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

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。