

## 2009 年度～2010 年度の経済見通し

『日本経済：最悪期を脱し、短期的な持ち直し局面へ』

2009 年度実質 GDP 成長率：-3.5%

2010 年度実質 GDP 成長率：+0.7%

2009 年 5 月 26 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

		[2009年5月20日時点]			[2009年2月16時点]	
		2008年度	2009年度 (予)	2010年度 (予)	2009年度 (予)	2010年度 (予)
国内 総 生 産	実質国内総支出	-3.5	-3.5	0.7	-3.1	0.8
	<内需寄与度>	-2.2	-0.9	0.5	-2.0	-0.1
	<民間内需>	-2.1	-1.8	0.5	-2.4	-0.3
	<公的内需>	-0.1	0.9	0.0	0.3	0.2
	<外需寄与度>	-1.2	-2.6	0.2	-1.1	0.9
	民間最終消費支出	-0.5	-0.7	0.4	0.2	0.0
	民間住宅投資	-3.0	0.7	0.6	3.8	0.6
	民間企業設備投資	-10.3	-10.4	0.4	-16.3	-2.7
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.0
	政府消費	0.4	1.7	0.9	1.5	0.9
	公的固定資本形成	-4.5	18.4	-4.2	2.2	1.4
	財貨・サービス輸出	-10.2	-22.8	2.1	-14.6	6.0
	財貨・サービス輸入	-3.5	-7.0	0.2	-10.4	-1.4
	名目国内総支出	-3.7	-2.9	-0.5	-3.9	-0.6
	GDPデフレーター	-0.2	0.6	-1.2	-0.8	-1.4
生産 ・ 物 価	鉱工業生産	-12.7	-18.1	1.9	-22.2	1.9
	国内企業物価	3.2	-5.6	-0.9	-4.9	-1.2
	消費者物価	1.1	-1.4	-1.0	-1.6	-0.9
	除く生鮮食品	1.2	-1.3	-1.0	-1.7	-1.0
	完全失業率(%)	4.1	5.1	5.7	5.3	6.1
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-0.7	0.5	2.7	1.4	2.6
	貿易収支(兆円)	1.2	1.7	3.7	2.7	3.9
	貿易・サービス収支(兆円)	-1.0	0.7	2.5	1.1	2.0
	経常収支(兆円)	12.2	13.5	13.7	12.7	13.5

(注)1.断りがない限り、前年度比%。  
2.-0.0の場合も0.0と表示している。  
(出所)野村證券金融経済研究所

## 経済見通し前提表

	2009年度	2010年度
ドル円相場(年度平均)	96.5	87.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0.10	0.10
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0
原油入着価格(年度平均、ドル/バレル)	52.0	64.0

(出所)野村證券金融経済研究所

## 四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2000年連鎖価格10億円)

	08年		09年			10年				11年	
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	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	309378.9	306968.9	303666.8	304668.9	304973.6	305431.0	305614.3	306072.7	306195.1	306623.8	307275.5
(前期比)	0.1	-0.8	-1.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2
(前年同期比)	0.7	-0.3	-2.8	-1.4	-1.4	-0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
民間住宅投資	15336.0	16171.9	15294.2	15283.8	15401.0	15647.1	15786.1	15738.8	15610.6	15580.3	15562.0
(前期比)	3.1	5.5	-5.4	-0.1	0.8	1.6	0.9	-0.3	-0.8	-0.2	-0.1
(前年同期比)	-5.5	11.7	0.8	2.8	0.4	-3.2	3.2	3.0	1.4	-0.4	-1.4
民間企業設備投資	84781.9	79113.1	70909.7	72540.6	73411.1	72016.3	70504.0	70151.4	71484.3	72914.0	74518.1
(前期比)	-4.4	-6.7	-10.4	2.3	1.2	-1.9	-2.1	-0.5	1.9	2.0	2.2
(前年同期比)	-4.2	-11.8	-22.6	-18.2	-13.4	-9.0	-0.6	-3.3	-2.6	1.2	5.7
民間在庫投資	1715.2	4069.1	2786.3	2106.5	2106.5	2106.5	1906.5	1906.5	2806.5	2806.5	3306.5
<前期比寄与度>	0.0	0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1
政府最終消費支出	97196.7	98707.0	99017.1	99314.2	99612.1	99910.9	100110.8	100311.0	100511.6	100712.6	100914.0
(前期比)	-0.2	1.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(前年同期比)	0.4	0.2	0.9	2.0	2.5	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
公的固定資本投資	18927.3	18909.3	18905.9	19656.9	21331.7	23554.4	23639.2	22495.1	21629.0	21237.5	20725.7
(前期比)	1.0	-0.1	0.0	4.0	8.5	10.4	0.4	-4.8	-3.9	-1.8	-2.4
(前年同期比)	-6.6	-4.6	0.2	4.9	12.7	24.6	25.0	14.4	1.4	-9.8	-12.3
純輸出	31785.2	16225.2	5026.0	6771.8	7754.0	6627.9	6118.2	7386.9	7697.1	8173.4	8807.1
<前期比寄与度>	-0.1	-3.2	-1.4	0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出	92871.3	79216.5	58582.4	61452.9	63419.4	62404.7	61281.4	61833.0	62698.6	63889.9	65359.4
(前期比)	1.0	-14.7	-26.0	4.9	3.2	-1.6	-1.8	0.9	1.4	1.9	2.3
(前年同期比)	4.4	-12.6	-36.5	-33.2	-31.7	-21.2	4.6	0.6	-1.1	2.4	6.7
輸入	61085.6	62991.3	53556.5	54681.2	55665.4	55776.8	55163.2	54446.1	55001.5	55716.5	56552.3
(前期比)	1.5	3.1	-15.0	2.1	1.8	0.2	-1.1	-1.3	1.0	1.3	1.5
(前年同期比)	0.0	2.9	-14.9	-9.1	-8.9	-11.5	3.0	-0.4	-1.2	-0.1	2.5
実質国内総生産	559254.1	537966.4	516240.0	521039.7	525414.4	526173.3	524497.6	524733.4	526867.4	529094.9	532375.4
(前期比)	-0.6	-3.8	-4.0	0.9	0.8	0.1	-0.3	0.0	0.4	0.4	0.6
(前期比年率)	-2.5	-14.4	-15.2	3.8	3.4	0.6	-1.3	0.2	1.6	1.7	2.5
(前年同期比)	-0.3	-4.3	-9.7	-7.4	-6.1	-2.2	1.6	0.7	0.3	0.6	1.5
GDPデフレーター	89.9	91.9	93.1	92.6	92.0	91.6	91.4	91.0	90.9	90.7	90.5
(前年同期比)	-1.5	0.7	1.1	2.1	2.3	-0.4	-1.8	-1.7	-1.2	-1.0	-1.1
鉱工業生産(2005年=100)	104.6	92.8	72.3	76.5	78.7	77.5	76.8	76.9	77.6	79.2	81.5
(前期比)	-3.2	-11.3	-22.1	5.8	3.0	-1.5	-0.9	0.2	0.8	2.1	2.9
(前年同期比)	-1.4	-14.5	-34.0	-29.3	-24.7	-16.5	6.2	0.6	-1.5	2.2	6.1
国内企業物価(2005年=100)	112.2	107.8	104.3	102.3	102.1	102.4	102.0	101.2	101.5	101.2	100.9
(前期比)	3.1	-4.0	-3.2	-2.0	-0.2	0.3	-0.4	-0.8	0.3	-0.3	-0.3
(前年同期比)	7.3	2.6	-1.8	-6.0	-9.1	-5.0	-2.2	-1.0	-0.5	-1.1	-1.1
消費者物価指数(総合)	102.4	101.8	101.0	100.8	100.5	100.2	99.7	99.7	99.4	99.3	98.8
(2005年=100) (前期比)	0.8	-0.6	-0.8	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	0.0	-0.3	-0.1	-0.5
(前年同期比)	2.2	1.0	-0.1	-0.9	-2.0	-1.6	-1.2	-1.2	-1.1	-0.9	-0.9
消費者物価指数(除く生鮮食品)	102.4	101.5	100.9	100.9	100.5	100.2	99.6	99.8	99.2	99.0	98.6
(2005年=100) (前期比)	1.0	-0.8	-0.6	0.0	-0.4	-0.3	-0.6	0.2	-0.6	-0.2	-0.4
(前年同期比)	2.4	1.0	-0.1	-0.9	-2.0	-1.3	-1.1	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9
完全失業率	4.0	4.0	4.5	4.9	5.0	5.1	5.3	5.4	5.7	5.9	6.0

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2009年1-3月期までは実績、それ以降は野村證券金融経済研究所予測。

3.-0.0の場合も0.0と表示している。

4.四半期の額、指数、失業率は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

(出所)内閣府、経済産業省、総務省、野村證券金融経済研究所

## 最悪期を脱し、短期的な持ち直し局面へ

- ▶ 2009年1-3月期の実質GDP1次速報値は前期比年率-15.2%と、戦後最悪の成長率を記録した。日本経済は2四半期連続で二桁のマイナスとなったが、4-6月期以降は、輸出環境の安定と在庫調整圧力の緩和を背景に、景気持ち直しが転じることが予想される。昨年来相次いで打ち出された大型景気対策も、当面の景気持ち直しを後押ししよう。
- ▶ ただし、景気を持ち直しは短命に終わるだろう。その要因として、第1に、日本経済が本格回復へと移行するための「必要条件」である米国景気の早期回復が期待し難い点が挙げられる。第2に、需要の急減によって浮上した過剰な供給能力の調整が本格化し、景気に下押し圧力を加える可能性が高い点がある。
- ▶ 野村証券金融経済研究所の試算では、生産能力が適正水準まで低下し、調整が一巡するのは2010年10月、同じく人件費調整に目処が立つのは、2010年4-6月期となる。日本経済の本格回復局面入りは、米国景気が安定成長軌道へ回帰し、国内での過剰供給力調整が一巡する2010年後半以降となる。
- ▶ 景気の急激な悪化を受け、09年1-3月期の需給ギャップはGDP比-9%程度と前回のデフレ局面を大きく下回った。日本経済が再びデフレ局面入りし、今後5年程度はデフレが定着する可能性がある。日銀は足下で静観姿勢を維持しているが、年内中にも追加緩和策を実施しよう。その柱は、長期国債買入増額と当座預金残高への政策目標の転換といった、量的緩和策の再導入であろう。
- ▶ 一連の景気対策を受けて財政赤字は急速に拡大することが見込まれ、長期金利上昇を懸念する向きもある。ただし、政府債務残高の増加が必ずしも金利上昇に直結するわけではない。また、日本国債の保有構造は金利の安定化に寄与し易いものとなっている。我々の推計では10年債利回りは概ね1.0~1.5%程度の水準で推移すると結果が得られた。10年債利回りが2.0%を明確に上回ってくるのが、市場が財政プレミアムを織り込み始めたことを示す一つの目安であろう。
- ▶ 以上の議論を踏まえ、野村証券金融経済研究所は2009年度の実質GDP成長率を-3.5%、2010年度を+0.7%と予想した。海外景気の動向は、引き続き上方、下方両面のリスク要因である。その他のリスクとしては、上方では追加景気対策の実施、下方では株安、金利上昇といった金融市場の動揺による金融システムの不安定化、円高、原油高といった外生要因が挙げられる。



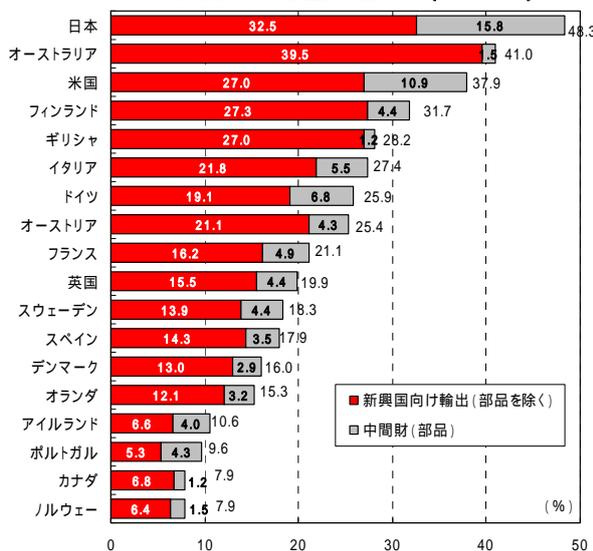
新興諸国景気持ち直しの好影響

日本の輸出環境に関しては、足下での新興諸国景気持ち直しの影響も注目される。我々が入手可能な主要 22 カ国の製造業 PMI を見ると、今年に入り、総じて好転の動きが確認されるようになっている。中でも鮮明なのが中国(ボトムから直近 4 月までの累積変化幅: +9.2%ポイント)、ロシア(同 +9.6%ポイント)、インド(同 +8.9%ポイント)をはじめとする新興諸国での改善である。

相対的に良好な輸出環境

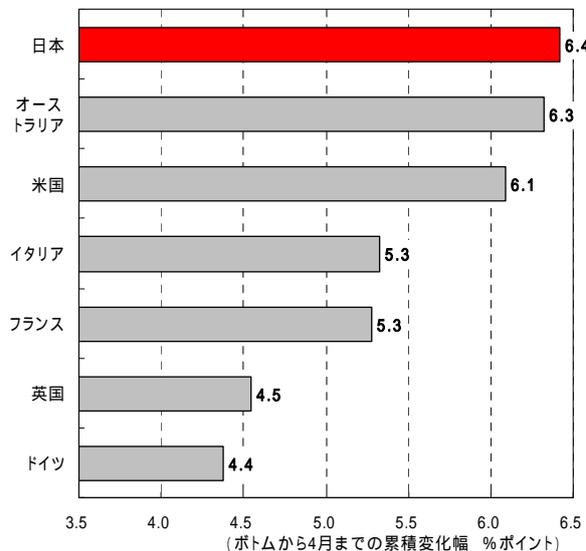
こうした新興諸国景気を持ち直しは、新興国向けの比重が相対的に大きい日本の輸出に対し、他の主要先進国を上回る好影響をもたらす可能性がある(図表 1-3)。実際、主要国ごとに輸出環境指数(主要各国の各地域向け名目輸出高をウェイトとして、各地域の製造業 PMI を合成したもの)を計算し、2008 年 12 月から直近の 4 月にかけての累積変化幅を見ると、日本の輸出環境指数が最も大幅な改善を記録している(+6.4%ポイント、図表 1-4)。

(図表 1-3) 各国の輸出総額に占める新興国向け輸出の割合 (2007 年)



(注) 1.品目分類は BEC コードに基づく。  
 2.中間財は部品を除くベース。  
 3.新興国は野村証券金融経済研究所が下記の通り定義。アジア新興国: バングラデシュ、中国、香港、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、韓国、シンガポール、タイ、ベトナム、欧州新興国: ブルガリア、クロアチア、チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ルーマニア、ロシア、スロバキア、スロベニア、トルコ、産油国: アルジェリア、イラン、イラク、クウェート、リビア、ナイジェリア、カタール、サウジアラビア  
 (出所) 国際連合資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 1-4) 主要国の輸出環境指数の動向



(注) 輸出環境指数はそれぞれの国の各地域向け名目輸出高をウェイトとして、各地域の製造業 PMI を合成したもの。  
 (出所) Markit Economics 社資料より野村証券金融経済研究所作成

在庫調整が急速に進展

4-6 月期に景気の好転をもたらす要因として第二に、在庫調整圧力の緩和効果が挙げられる。企業は 1-3 月期に大幅な在庫調整を実施、製造業在庫指数は、昨年 12 月のピークから直近 3 月までの 3 カ月間で -9.0%の急速な減少を記録した。3 月時点の在庫水準は、我々の推計による適正在庫水準(標準ケース)を下回っている(図表 1-5)。業種別に見ても、輸送機械をはじめとする多くの業種で、在庫調整にほぼ目処が立った状態である。在庫の減少が急速に進んだ 1-3 月期に比べ、4-6 月期の調整圧力が緩和され

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。

るのはほぼ確実な情勢である。こうした在庫調整の一巡は、4-6 月期の生産の伸び率を押し上げる要因と位置付けられる。

(図表 1-5) 製造業の適正在庫推計値

(2005年 = 100)



(注)適正在庫は野村証券金融経済研究所による推計値。短観在庫判断 DI を製造業在庫率指数で回帰し、在庫判断 DI が過去の景気回復局面における平均値となる場合の在庫率指数を計算。この在庫率指数に出荷指数の想定値を乗じることで、適正在庫水準を推計した。「標準ケース」では、世界的な景気過熱が発生する以前(1996年～2000年)の平均値。「悲観ケース」では、景気が急速に落ち込んだ2008年10月～2009年1月の平均値。「楽観ケース」では直近のピークをそれぞれ出荷指数の想定値として使用した。

(出所)日本銀行、経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

## (2) 政府経済対策が今年度の景気押し上げ要因に

政府経済対策も、4-6月期以降の景気押し上げ要因

加えて今年度、特に4-6月期から10-12月期にかけては、政府の経済対策が景気押し上げ効果を発揮すると見込まれる。4月10日に政府が公表した追加経済対策は財政支出額・事業規模ともに過去最大であるが、09年度・10年度には、昨年公表された経済対策(福田政権・麻生政権策定分。08年度第一次・第二次補正予算および09年度本予算で財源確保済み。図表2-1)も効果を発揮する。これらを合計した規模(成長率に対する直接効果が定量化し難い金融支援策は控除している)は、名目GDPの4.2%に達する。これは、G-20平均の3.5%を上回り、主要先進国の中でも比較的高い値である(図表2-2)。具体的な施策の多くが即効性を企図している点も考慮すると、日本の経済対策による短期的な景気押し上げ効果は他国と比べても大きなものとなる可能性がある。

経済対策によるGDP成長率押し上げ効果を試算

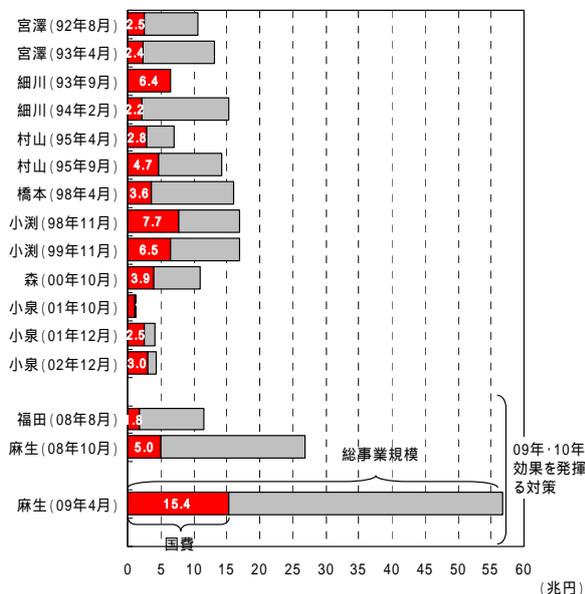
定量的な把握のため、08年・09年に公表された政府経済対策が、09年度および10年度のGDP成長率に及ぼす影響を経済モデルで計算してみた(各施策の直接的な景気押し上げ効果に加え、波及効果が考慮されている)。今回公表された追加経済対策の実質GDP成長率(前年比)に対する押し上げ効果は、09年度:+0.9%ポイント、10年度:+0.3%ポイント(2年間の

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。

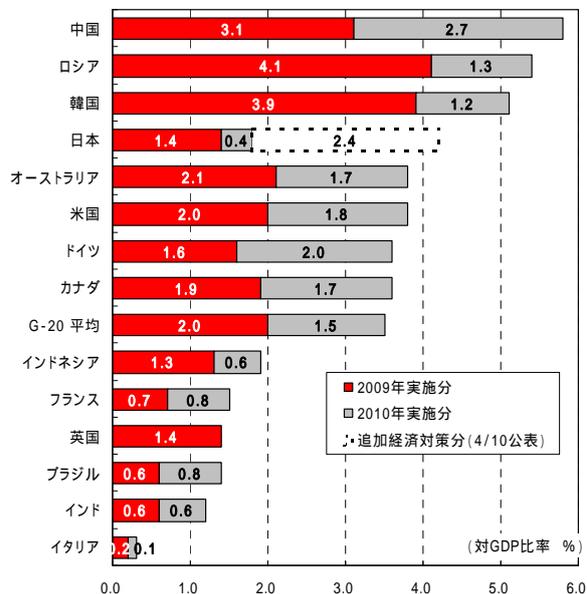
合計で+1.2%ポイント程度)となった。08年策定の経済対策による効果を合わせると、実質GDP成長率は09年度に1.5%ポイント、10年度に0.5%ポイント、それぞれ押し上げられる計算である(図表2-3)。

(図表2-1) バブル崩壊以降の政府経済対策



(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表2-2) 各国経済対策の対GDP比率



(注) 各国とも、金融セクターへの支援策、企業の資金繰り支援策を除く値。IMFによる試算値。  
(出所) 内閣府、国際通貨基金(IMF)資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表2-3) 2008年・2009年策定の政府経済対策がGDP成長率に及ぼす影響

	2009年度成長率への影響			2010年度成長率への影響		
	08年策定経済対策の効果	09年策定経済対策の効果	合算	08年策定経済対策の効果	09年策定経済対策の効果	合算
実質GDP成長率	0.62	0.85	1.47	0.22	0.33	0.54
個人消費	0.31	0.31	0.61	0.56	0.59	1.16
設備投資	0.77	0.45	1.23	1.06	1.00	2.06
住宅投資	0.20	0.23	0.43	0.41	0.35	0.76
公共投資	5.54	12.98	18.52	-3.84	-7.39	-11.23
輸入	0.69	1.12	1.82	0.76	0.76	1.52

(注) 2008年・2009年策定の政府経済対策が、GDPおよび各需要項目の前年比伸び率に及ぼす影響を試算したもの。試算に当たっては、内閣府公表の日本経済モデルを利用した。  
(出所) 野村證券金融経済研究所

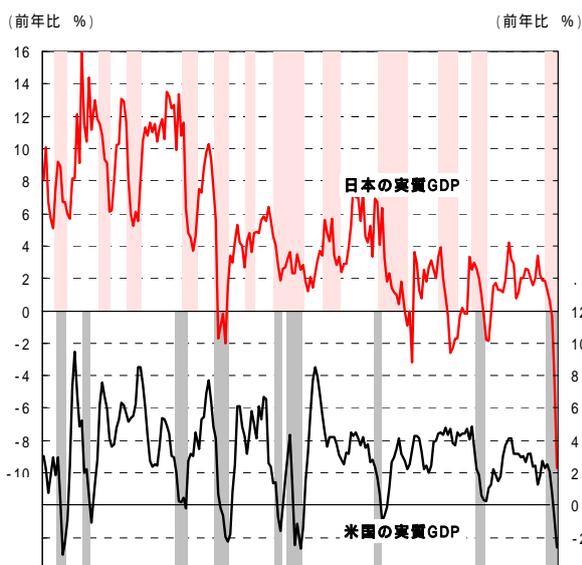
**需要項目別の試算結果** 需要項目別に見ると、公共投資は09年度に大きく押し上げられる反面(追加経済対策の効果: +13.0%ポイント、08年策定の経済対策との合算: 18.5%ポイント)、10年度にはその効果が剥落するため、伸び率が低下圧力を受ける形となる(同: -7.4%ポイント、同: -11.2%ポイント)。一方、各種補助金や優遇税制の影響および景気刺激による波及効果を受ける個人消費や設備投資は、09年度・10年度ともに前年比伸び率が押し上げられる、との結果が得られる(図表2-3)。

**(3) 生産能力・雇用の調整が早期景気回復の阻害要因**

**今後の焦点は、本格回復局面への移行のタイミング** 金融市場では、景気が4-6月期以降、一旦持ち直しに向かうとの見方が既に広く共有され始めているように見受けられる。今後、マクロ経済動向に関する市場の注目点は、景気持ち直しの蓋然性から、持ち直し後の景気のパターンへと徐々にシフトして行くと予想される。その際に焦点となるのは、持ち直し後の日本経済が緩やかながらも増勢を維持し、本格的な回復局面へと移行するの、それとも再度調整色を強めるの、であろう。

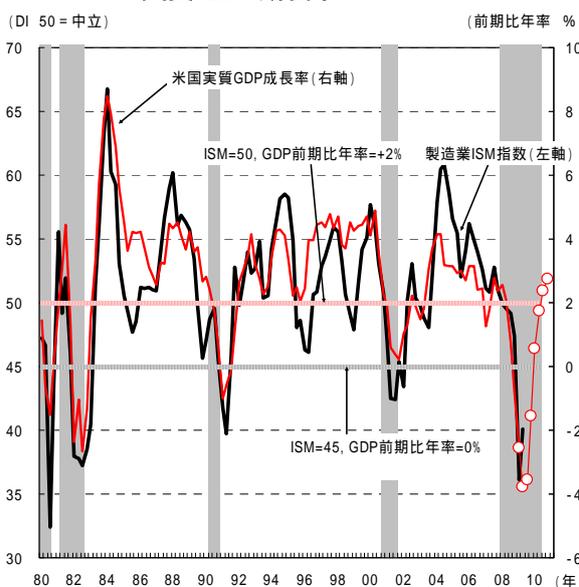
**野村証券金融経済研究所では、景気は年末以降再び調整色を強めると予想** 野村証券金融経済研究所では現時点で、日本経済は09年1-3月期に大底を打ち、4-6月期・7-9月期に比較的強い反発を見せるものの、その後は2010年半ばにかけて再び増勢を鈍化させるという展開を想定している。目先予想される景気持ち直しが持続することで、日本経済が直ちに景気回復局面に移行するとは考えていない。その根拠としては、主に下記の二点が指摘できる。

**(図表3-1) 日米の景気回復/後退期間**



(注) 網掛け部分は、日米各々の景気後退期を示す。景気回復/後退期は、内閣府およびNBERの認定に従った。  
(出所) 内閣府、米国商務省資料より野村証券金融経済研究所作成

**(図表3-2) 米国ISM製造業指数と実質GDP成長率**



(注) 1. いずれも4四半期後方移動平均値。  
2. 米国実質GDP成長率の2009年4-6月期以降の値は、野村グローバル・エコノミスト・チームによる予測値。  
(出所) 米国ISM、米国商務省資料より野村証券金融経済研究所作成

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。

米国景気の持続的回復が、日本の景気回復の必要条件

第一に、米国経済が早期に景気回復局面入りするとは考え難い点である。図表 1-2 にも示されているように、日米経済の間には、米国景気 日本の輸出 日本の鉱工業生産という強い因果関係が存在する。米国および日本の過去の景気回復/後退期を並べてみると、1970 年代以降、米国が景気後退を続ける中で、日本が景気回復に転じたことはない、米国が景気回復局面にある一方、日本が景気後退に陥った(あるいは景気後退を続けた)事例は複数個存在する、ことが読み取れる(図表 3-1)。つまり、米国景気回復は日本の景気回復の必要条件と考えることができる。

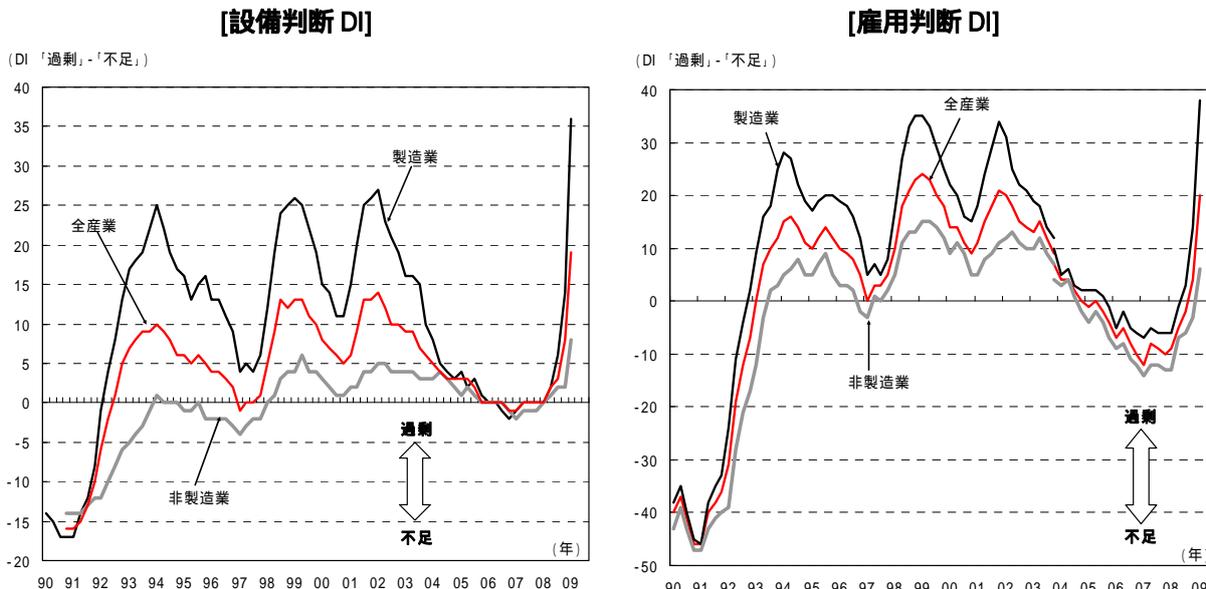
実質成長率が持続的に年率+2%を上回ることが、米国景気回復の目安

過去の経験に照らせば、米国 ISM 製造業指数における景気判断の分かれ目である 50 という水準は、米国実質 GDP 成長率(前期比年率)の 4 四半期移動平均値が+2%となる点にほぼ対応する(図表 3-2)。ISM 製造業指数で、米国景気が拡大しているとの判断が示されるには、実質成長率が持続的に年率+2%を上回る必要がある。

米国景気の本格回復局面への移行には、しばらく時間を要すると予想

野村証券金融経済研究所では、米国経済は最悪期を脱したもの、1)信用市場の機能不全が続いていること、2)家計のバランスシート調整圧力が個人消費の重石となること、3)住宅等の在庫が依然として高水準にあること、等を踏まえると、本格的な回復局面に早期に移行する可能性は低いと考えている。我々の見通しに基づくと、米国の実質成長率が安定して+2%を超える状況に至るのは 2010 年後半(実質成長率予測値が前期比年率+2%を超えるのは 2010 年 1-3 月期、予測の 4 四半期移動平均値が+2%を超えるのは 2010 年 7-9 月期)であり、市場コンセンサスもほぼ同様の見方である(図表 3-2)。

(図表 3-3) 企業の設備・雇用過剰感 (全規模ベース)



(注)調査方法の変更が行われたため、2003年12月調査以前と2004年3月調査以後とで段差が生じている。  
 (出所)日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

生産能力・雇用調整本  
格化の可能性

第二に、生産能力・雇用の調整が本格化し、景気に下押し圧力を加える可能性が指摘できる。生産能力および雇用の伸びはすでに昨年来低下傾向にある。2008年10-12月期以降の急速な景気悪化を受け、企業は生産能力・雇用の調整に着手したと考えられる。また、厚生労働省のサーベイ（「労働経済動向調査」）では、2009年1-3月期時点で、製造業雇用者の約6割、全雇用者の約4割が、自分の勤務先において何らかの雇用調整を経験した、との結果が示されている。

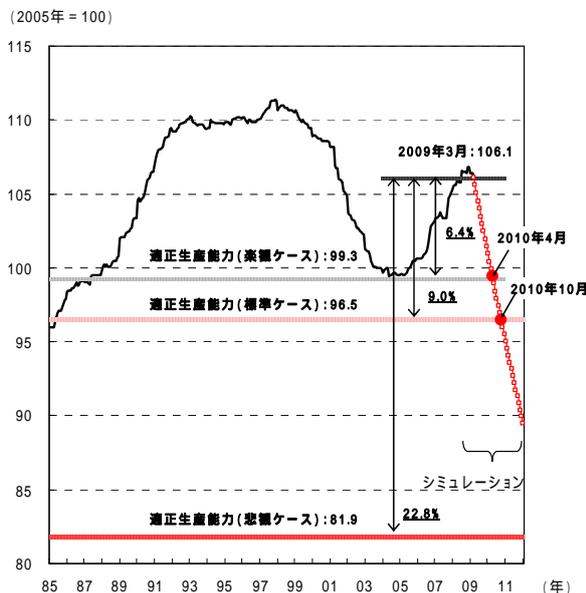
企業の設備過剰感、雇用過剰感はいずれも高水準

しかし、2009年3月時点での企業へのアンケート調査（『日銀短観3月調査』）によると、設備・雇用過剰感は依然として高水準にある。特に設備過剰感は、統計開始以来の最高水準を記録している（図表3-3）。設備・雇用の調整に着手したにもかかわらず、足下でなお、調整余地が大きく残されていることを示唆する結果と捉えられる。

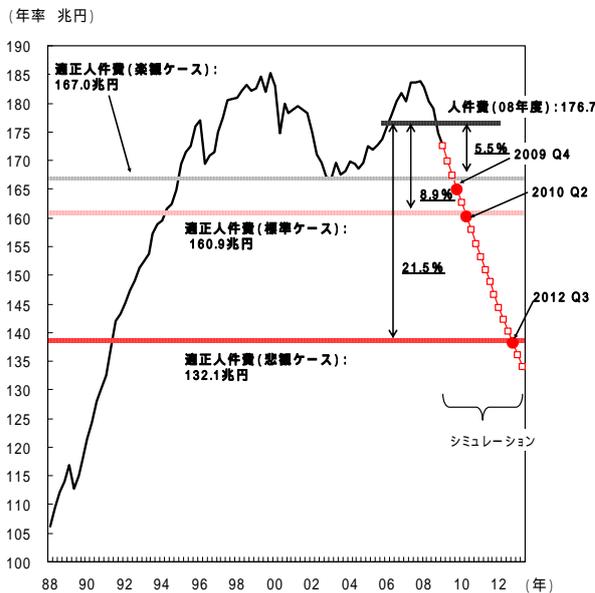
適正水準に比べると、生産能力、人件費とも  
に過大

より具体的に、生産能力および人件費の、企業にとっての適正水準を推計した結果が図表3-4に示されている。推計結果によると、適正水準（標準ケース）に比べ直近の値は、生産能力が9.0%、人件費が8.9%過大である。仮に、調整が順調に進められて行くとしても、各々が適正水準を下回るのは、生産能力：2010年10月、人件費：2010年4-6月期、となる。生産能力・人件費の調整に目処が立つのは、来年後半以降と考えられる。

〔図表3-4〕 適正生産能力・人件費の推計  
〔適正生産能力（製造業平均）〕



〔適正人件費（法人企業統計、全規模・全産業）〕



(注)1.適正生産能力は野村証券金融経済研究所による推計値。短観設備判断DIを稼働率指数で回帰し、企業の設備過剰感がなくなる場合の稼働率指数(均衡稼働率指数)を計算。この均衡稼働率指数に生産の想定値を乗じることで、適正生産能力を計算した。「楽観ケース」では、生産指数の2002年~2007年平均値、「標準ケース」では生産指数の1996年~2000年平均値、「悲観ケース」では2011年1-3月期時点での生産指数推計値、をそれぞれ生産の想定値として使用した。  
2.シミュレーションでは月平均-0.5%のペースで生産能力が調整されると仮定した。  
3.適正人件費は野村証券金融経済研究所による推計値。短観雇用判断DIを売上高・人件費比率で回帰し、雇用判断DIがゼロとなる場合の売上高・人件費比率を計算。この売上高・人件費比率に売上高の想定値を乗じることで、適正人件費水準を計算した。「楽観ケース」では、短観3月調査で示された2009年度計画値、「標準ケース」では野村証券金融経済研究所による名目GDP成長率予測値に基づく2009年度推計値、「悲観ケース」では2009年1-3月期の名目GDP成長率が持続した場合の2009年度推計値、をそれぞれ売上高の想定値として使用した。  
4.シミュレーションでは直近のピークから2008年10-12月期までの人件費変化率(四半期平均、前期比-1.5%)が今後も継続するとした。  
(出所)内閣府、日本銀行、財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

#### (4) 日本経済回復の条件が整うのは、2010年後半以降

生産の急拡大が見通せない状況では、設備・雇用の調整は不可避

上記の分析結果は、現下の経済情勢を踏まえるとある意味当然のものである。例えば、2009年1-3月期時点の製造業の生産水準は、景気拡大局面の最中であった2005年の平均値を30%程度下回っている。2005年の設備稼働率は80%であったが、これは経験則的に、日本企業にとって生産能力に過不足が無い時の稼働率（均衡稼働率。我々の推計では78%）とほぼ同じ値である。つまり、生産水準が30%程度回復しない限り、必然的に遊休設備（過剰生産能力）が発生すると考えられる。過剰生産能力が存在する下では、その操業に携わっていた雇用者も過剰とならざるを得ない。

ある程度の出荷・生産の回復を見込んでも、ストックの積み増しは予想し難い

2002～2007年までの景気拡大局面における鉱工業生産の伸び率が、年平均+3.3%であった点だけを念頭に置いて、今後短期間で生産が30%程度増加する状況が想定し難いのは自明と考えられる。もちろん、企業が在庫・生産能力・雇用の適正水準を判断する際に参照するのは、中長期的な売上・生産・出荷見込みである。この点を踏まえ、我々は在庫・生産能力の適正水準（標準ケース）を推計するにあたり、「出荷・生産が1996年～2000年の平均水準まで回復すると企業が見込む」との仮定を置いている。それでもなお、生産能力等の調整が早期に終焉を迎える可能性は低いとの結論が得られるのである。

2002～2007年の世界には、中長期的にも回復しない

なお、ここでは企業の中長期的な売上・生産・出荷見込みを「2002年～2007年の景気拡大局面における平均値（あるいはピーク）」ではなく「1996年～2000年の平均値」と仮定している。この仮定は、中長期的に見ても、日本経済を取り巻く状況が、直近の景気拡大期に類するものとなる可能性は低いとの判断に基づいている。

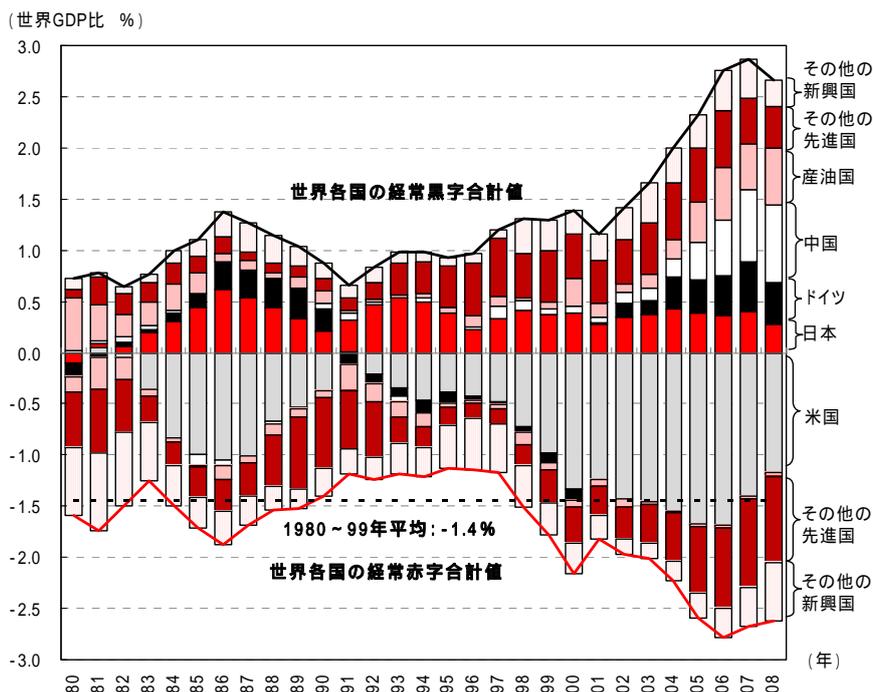
世界的な経常収支不均衡の拡大

世界的に見ると直近の景気拡大局面は、米欧の住宅ブームが発生した国々で消費・設備投資が活発化すると同時に、これらの国々からの需要（輸入）に支えられて、日本、ドイツ、中国、産油国等の輸出が増加する、という形で進行した。この過程で生じたのが、世界的な経常収支不均衡の急速な拡大である。つまり、米欧の住宅ブーム 消費・住宅投資・設備投資の活発化 投資超過・輸入増加 経常収支赤字の拡大、を背景に、日独中等での輸出増加 経常収支黒字拡大が発生したとの因果関係が想定できる。

不均衡の調整には、依然として長い道のりが残されている

長期データが利用可能な世界141カ国を対象に経常赤字額を合計し、世界GDPに対する比率をとると、1997年には-1.2%であったものが、2000年には-2.2%、2008年には-2.6%に達している。現下の世界的な景気悪化局面では逆に、経常赤字国側での内需および輸入の縮小と経常黒字国側での輸出の縮小が同時進行する、国際的な経常収支不均衡の修正が双方の景気を悪化させていると考えられる。2008年時点で-2.6%である経常赤字合計値の対世界GDP比が、過去の安定水準（-1.4%）にまで戻るのが不均衡調整の目安と考えれば、依然として長い道のりが残されていることになる（図表4-1）。

(図表 4-1) 世界経済の経常収支不均衡とその内訳



(注) 1. IMF公表値が利用可能で、1980年まで遡及できる世界141カ国のデータをベースに計算。

2. 各年・各国の経常黒字および経常赤字それぞれの合計値を、世界GDPで割った値。

(出所) IMF資料より野村證券金融経済研究所作成

このような現状認識に照らし合わせると、数年のうちに、2002年～2007年の景気拡大局面に記録した水準まで、日本の生産水準が回復すると見込むのは非現実的であると考えられる。

日本の景気回復の条件が整うのは2010年後半以降

総じて、我々の分析に拠ると、日本経済が景気回復局面入りするための条件が整うのは、2010年後半以降と考えられる。現下で予想される景気の持ち直しは一時的なものに留まる公算が大きいと判断される。

## (5) 日本は再び「デフレ」局面へ

戦後最悪の景気後退はデフレ圧力を残した

日本経済は、歴史的な景気悪化局面を脱し、安定感を取り戻しつつある。ただし、2四半期続けて前期比年率で二桁の減少を記録した、戦後最悪の景気後退が残した傷跡が完治するまでには相当な時間がかかると予想される。景気悪化の後遺症は継続的な物価下落、すなわち「デフレ」として、日本経済に重く圧しかかる公算が大きい。

需給ギャップの縮小には、5年程度の時間を要する見込み

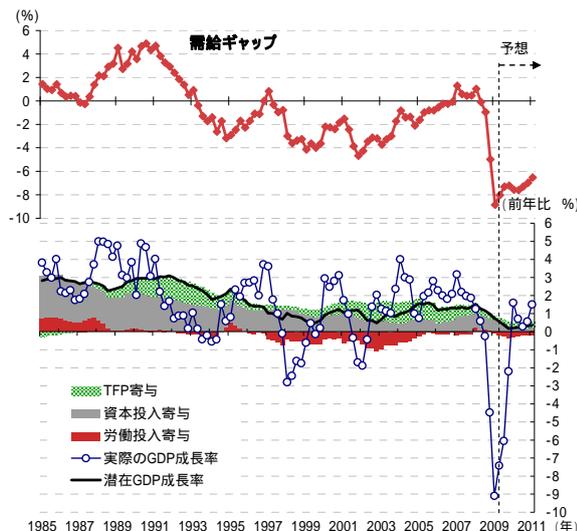
昨年秋以降、急速に縮小した需要がそれ以前の水準を短期間で取り戻すことは到底期待し得ず、日本経済は深刻な供給能力の過剰問題を抱え込むことになる。深刻な供給能力の過剰とは、裏を返せば深刻な需要不足と概ね同義であり、その姿は需給ギャップ(=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)の拡大として確認することが可能だ。我々の試算によれば、2009年1-3月

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。

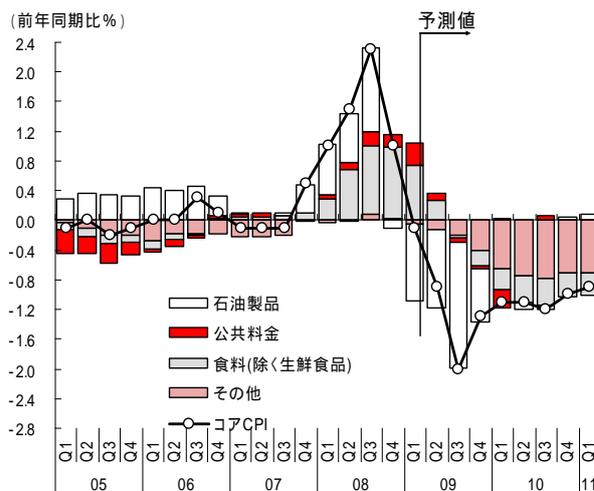
期の需給ギャップは潜在 GDP 比-9%程度になったと推計される。これは2000年前後の前回のボトムであった同-5%程度を大きく下回るものである。今後は過剰な供給能力の調整が雇用、生産設備両面で実施され、日本の潜在成長率は低下することが見込まれる。景気持ち直しを受け、実際の成長率は、2010年1-3月期には潜在成長率を上回るペースへと回帰する見込みだが、それでもなお足下で大幅に拡大した需給ギャップが縮小するのは2013年度、約5年程度の時間を要する可能性がある(図表5-1)。

(図表5-1) 需給ギャップと潜在成長率の推移



(注)1.需給ギャップ=(実際の GDP - 潜在 GDP)/潜在 GDP  
 2.潜在成長率、潜在 GDP は野村証券金融経済研究所の推計による。  
 3.2009年4-6月期以降は野村証券金融経済研究所の予想。  
 (出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表5-2) コア CPI の予測



(注)1.コア CPI は全国の生鮮食品除く消費者物価指数。公共料金には携帯電話通信料を含む。その他は、コア CPI から公共料金、石油製品、食料(除く生鮮食品)を除いたもの。  
 2.2009年1-3月期までは実績、以降は野村証券金融経済研究所の推計値。予測の前提は、09年度と10年度について WTI が 52.0ドル/バレル、64.0ドル/バレル、円ドルレートが 97.0円/ドル、87.0円/ドル。  
 3.四捨五入により寄与度合計と全体が一致しないことがある。水準から算出しているため、総務省公表の伸び率と異なる場合がある。  
 (出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

この間、日本経済はデフレ圧力に晒される

消費者物価は需給ギャップに対して、1年程度の遅れをもって非常に高い連動性を有している。需給ギャップが再びプラスの値に上昇するまでには、今後5年程度の時間を要すると予想されることに鑑みれば、消費者物価は当面の間、デフレ圧力に晒され続けることが見込まれる。実際、消費者物価(除く生鮮食品)は3月には、前年同月比-0.1%と、昨年9月以来、一年半ぶりに下落に転じている。

既にデフレの兆候が表れ始めている

物価が下落に転じた最大の要因は石油製品価格である。同項目は同21.8%下落し、消費者物価(除く生鮮食品)を同1.0%ポイント押し下げた(図表5-2)。しかし、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比下落は、原油価格の下落のみによるものではない。変動の激しい石油製品、公共料金、食料、米類を除いた基調部分も3月には前年同月比-0.16%(野村証券金融経済研究所推計)と、2月の同-0.10%から下落幅を拡大させた。2009年1-3月期の国内需要デフレーターが前年同期比-0.9%と、8四半期振りに下落を記録したことも勘

案すると、既に日本経済には需給ギャップ拡大によるデフレ圧力が波及し始めていると思われる。少なくとも今後5年程度は、日本は需給ギャップ由来のデフレ圧力に晒され、消費者物価（除く生鮮食品）の下落が継続する、デフレ局面が定着すると予想される。

「複合デフレ」に陥る可能性は限定的か

この間、景気減速と物価下落が相乗的に進行する事態へと陥るか否かは、実体経済がデフレに対してどの程度の耐性を持っているかにかかってこよう。2000年代前半と比較すれば、現時点では国内金融機関が抱える不良債権は少ない。また、政府・日銀による一連の企業金融支援策並びに市場への資金供給策の恩恵を受け、金融システムは安定性を維持している。金融システム不安、資産デフレと深くかかわる「複合デフレ」に陥る可能性は、現時点では限定的であろう。

## (6) 追加対策を迫られる日本銀行

日銀は静観しているが、年内にも追加対策が実施される見込み

現在のところ日銀は静観姿勢を維持しており、直ちに追加金融緩和策が実施される可能性は低い。日銀が様子見姿勢にある背景には、昨年末以降、事実上のゼロ金利政策の採用、長期国債買入額の増額、CP・社債の買入等、金融緩和政策を積極的に実施してきたことに加え、景気持ち直しの可能性が高まっていること、政府による追加景気対策が打ち出されたこと、等がある。ただし、日本経済のデフレ入りは回避し難いとみられ、前回以上にデフレが深刻化するリスクがあること、景気の持ち直しは一時的なものに留まる可能性が高いことに鑑みれば、年内中にも追加緩和策が実施されることが予想される。

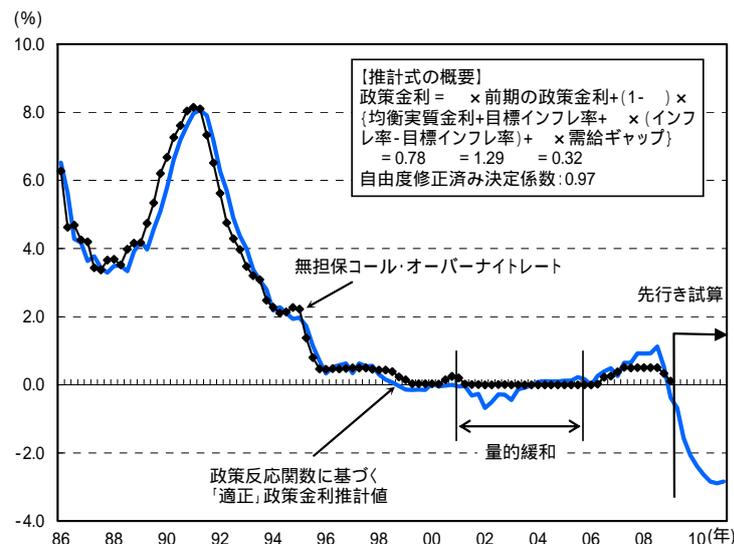
「次の一手」に関し、日銀からは明確なメッセージが読み取れない

日銀が採り得る「次の一手」に関して、現在のところ日銀サイドから明確なメッセージを読み取ることは困難だ。昨年秋以降、世界を席捲した金融危機に際し、日銀は金融機関への流動性の供給と並んで企業金融支援策を積極的に推し進めてきた。一連の施策が奏功し、足下で日本の金融システムは安定感を取り戻している。今後日銀に求められる政策は、金融性システムの安定性維持に加え、デフレへの対処と、中央銀行にとっての「伝統的領域」になろう。

ゼロ金利政策実施の可能性は低い

ただし、政策金利の追加利下げ、つまりゼロ金利政策を実施する可能性は低い。現行の政策金利水準は0.1%と既に利下げ余地はほとんど残されていない。政策反応関数を用いて「適正政策金利」水準を算出すると、適正となる政策金利水準は既にゼロ%以下へと低下しており、ゼロ金利政策では十分な金融緩和効果を得ることは困難だ（図表6-1）。

(図表 6-1) 政策反応関数に基づく政策金利の推計



- (注) 1. 政策反応関数の推計期間は 1986 年～1998 年。  
 2. 均衡実質金利は潜在成長率に等しいと仮定。  
 3. 推計期間中の目標インフレ率は+2%、それ以降は+1%と仮定。  
 4. 2009 年 4-6 月期以降の政策金利推計値は、実質 GDP、消費者物価指数の野村證券金融経済研究所の予測値、一期前の政策金利推計値を用いて求めた。  
 (出所) 内閣府、日本銀行、各種報道資料より野村證券金融経済研究所作成

量的緩和政策の再導入が、追加緩和策の本丸と予想

我々は次の金融緩和策は、適正政策金利がゼロ%以下となった 2000 年代前半と同様、量的緩和政策の再導入となる可能性が高いと予想している。より具体的には、長期国債買入額の増額と、当座預金残高の政策目標への変更である。いずれの政策も、他の先進主要国（地域）の中央銀行が実施している「質的緩和政策」と同じく中央銀行のバランスシートを拡大させる形での金融緩和策である。ただし、他の先進中央銀行が採用している政策に比べ、中銀がバランスシートに抱えるリスクをより抑制できるという点で、比較優位性を持っていると考える。

具体的には、長期国債買入額の増額

確かに市場の一部には、長期国債買入額への増額に対しては懐疑的な見方もある。主因は、「国債買入額は銀行券の発行残高を上限とする」と日銀が独自に課した、いわゆる『銀行券ルール』の存在である。そこで銀行券ルールに抵触しない範囲内に限定した場合、日銀にはどの程度追加買入余地があるかに関するシミュレーションを行った(図表 6-2)。日銀は長期国債買入に際し、利付国債（除く変動利付債、物価連動債）に関しては償還までの残存年限を「1 年以下」、「1 年超 10 年以下」、「10 年超 30 年以下」の 3 種類に分類している。これらの分類において、銘柄ごとの買入割合、平均残存年数は、それぞれ 3 月の買入実績に準ずると仮定した。また、日本銀行券の発行残高は、現金比率(= (準通貨+預金通貨)/現金通貨)を直近 1 年間の平均で一定とし、野村證券金融経済研究所のマネーサプライ見通しを用いて算出した。また、シミュレーションにおいて月間平均買入金額を、現状維持、半年に 1 回、2000 億円ずつ 2 回増額、3 カ月に 1 回、2000 億円ずつ 3 回増額、3 つのケースを想定し、このケースでは、1 回目の増額を今年 6 月とした。

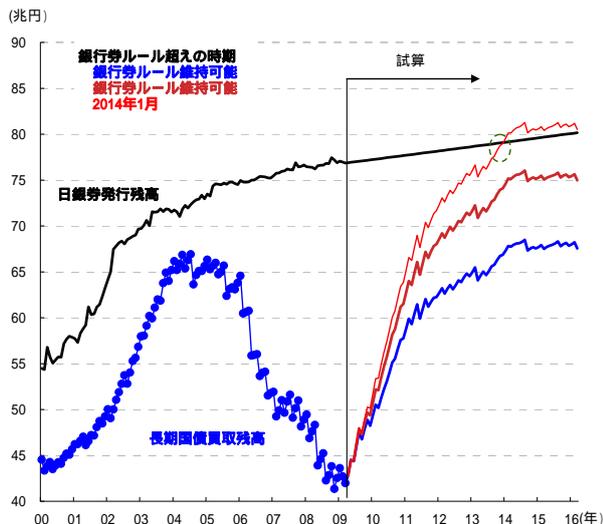
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

月間 4,000 億円程度の増額余地

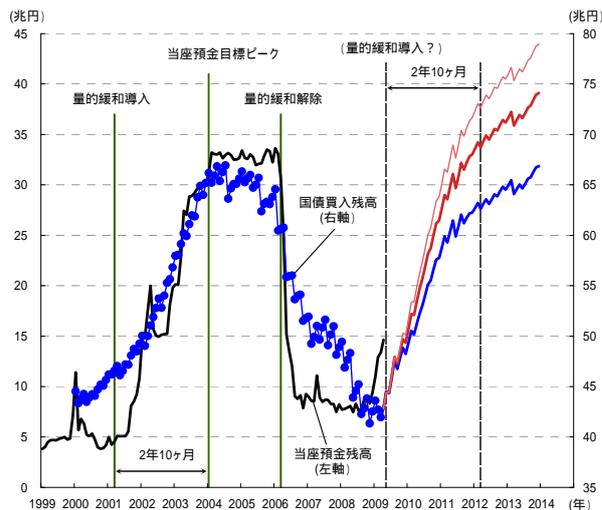
我々のシミュレーションでは、銀行券ルールに抵触しない範囲内でも、日銀には月間 4,000 億円程度の買入増額余地があるとの結果を得た。当然、新規買入れ国債の平均残存年数を短期化することによって、増額余地を拡大することも可能である。

(図表 6-2) 長期国債買入額のシミュレーション



(注) 1. ケース分けは以下の通り。 現行の買入額維持、半年に 2000 億円ずつ 2 回の引き上げ、3 カ月毎に 2000 億円ずつ 3 回引き上げ。  
2.1 回目の買入額増額時期を 6 月とした。  
3. 日銀券発行残高は現預金比率を直近 1 年平均で一定とし、野村証券金融経済研究所のマネーサプライ見通しを用いて試算。  
(出所) 日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 6-3) 当座預金残高と国債買入残高のシミュレーション



(注) 1. ケース分けは以下の通り。 現行の買入額維持、半年に 2000 億円ずつ 2 回の引き上げ、3 カ月毎に 2000 億円ずつ 3 回引き上げ。  
2.1 回目の買入額増額時期を 6 月とした。  
(出所) 日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

併せて、当座預金残高目標の再導入

追加緩和策のもう一つの柱として想定されるのが、政策目標を当座預金残高に設定する量的緩和策である。同政策は、「金融システムの安定化」と「長期金利抑制効果の持続（時間軸効果）」の両面で、国債買入増額政策と高い親和性と相互補完性を有していると考えられる。特に、実体経済の動向に照らして適正と考えられる政策金利水準がマイナスである場合に、将来の一定期間にわたって政策金利を（「適正」水準に比べ）低く誘導するとの「約束」を行う「時間軸効果」を取り入れることで、より長期間にわたって長期金利の抑制効果を発揮させることが期待し得る。我々のシミュレーションでは、仮に当座預金残高を政策目標とし、前回と同程度の金融緩和策を実施すると想定した場合でも、月間 4,000 億円の追加買入増額余地が残されている（ケース）。

日本経済は最悪期を過ぎても、デフレ傾向はむしろ強まる方向にあり、日銀は今後も追加策を継続的に実施することになる。秋口以降に景気息切れ感が再び明らかになれば、量的緩和策の再導入を含むより積極的な政策の実施が検討されよう。

(7) 財政赤字拡大下で高まる長期金利上昇懸念

景気対策が相次いで打ち出される中、金利急騰懸念が台頭

急速な景気悪化の影響を緩和するため、政府は昨年来相次いで景気対策を打ち出してきた。この過程では、2011年度にプライマリー・バランスの黒字化を目指すとする財政再建路線は棚上げされた格好となり、財政赤字は急拡大する見通しだ。市場参加者の中には、「財政赤字の急速な拡大と債務残高の増加が長期金利の急騰を招くのでは」と懸念する向きもある。確かに、理論的には財政赤字の拡大は、債券市場の需給バランスの悪化や国債のリスクプレミアムの上昇を喚起し、国債価格の急落、すなわち金利急騰を引き起こす事態も想定され得る。ただし、我々は以下の2つの理由から、来年度末までの予想期間内に、国債金利が急騰する可能性は低いと考える。

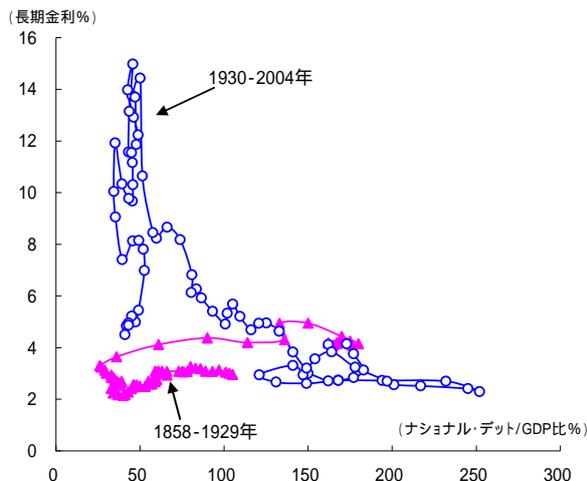
政府債務残高と長期金利は逆相関となることも

第1に、過去の歴史を紐解いてみると、債務残高の拡大は必ずしも金利の急騰に繋がっている訳ではない点だ。過去約90年程度にわたるデータが取得可能で、政府債務残高(対名目GDP比)大幅な増加に見舞われた国(米、英、日)の長期金利と債務残高の関係をみると、両者の間には概ね逆相関の関係が見受けられる。すなわち、名目GDP比で測った債務残高拡大期には、長期金利は概ね低下していることが多かった。

政府債務残高の増加が、必ずしも長期金利の上昇に繋がるわけではない

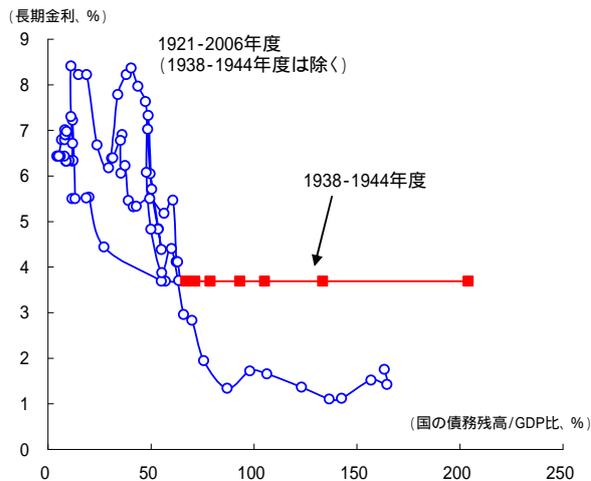
例えば、英国は1910年代後半から政府債務残高(対名目GDP比)が拡大傾向を辿り、1940年代には200%台にまで達した経験を持つ。この間、長期金利は低下傾向を辿り、政府債務残高が250%超に達した1946年には2.0%台まで低下した。同様の傾向は、日本においても確認することが可能である。OECD(経済協力開発機構)は、2010年の日本の債務残高は180%前後まで拡大すると予想している。実際には、OECDの見通しを上回る可能性が高まっており、市場の一部に金利急騰懸念が根強いことは十分理解できる。ただし、過去の経験を振り返る限り、債務残高の増加だけをもって金利急騰を予測するのは行き過ぎであろう。

(図表7-1) 英国の長期金利と政府債務残高



(注)「ナショナル・デット」は中央政府債務残高の一種。  
(出所)MEASURINGWORTH.COM、英国財務省、NRI・AURORA より野村證券金融経済研究所作成

(図表7-2) 日本の長期金利と政府債務残高



(出所)日本統計協会、財務省、日本銀行、パルグレイブ・マクミラン「国際歴史統計」より野村證券金融経済研究所作成

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としてい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。

日本国債の保有比率で  
は海外投資家の割合が  
小さい

第2に、日本の国債保有構造が金利の安定化に寄与し易い構造になっていると評価し得る点だ(図表7-3)。米英独日の主要4カ国の所有者別国債保有割合に注目すると、米国が約半分を海外部門に依存している一方で、日本の海外保有比率は1割に満たないことが分かる。海外投資家の一部が、より高いリターンを狙って為替をヘッジすることなく自国の国債に投資をしているケースでは、当該投資家は国債価格の変動だけではなく、為替の変動リスクにも晒される。このため、世界的に金融市場の安定感に脆弱性を抱えている現状では、海外投資家のウェイトが大きいほど、国債市場は不安定化し易いと考えられる。その点では、米英独に比べ、日本の国債市場は安定感が高い構造を有していると考えよう。

国内では、金融機関の  
保有比率が高く、現下  
の局面で国債売りが活  
発化する可能性は低い

また、国内の所有者別保有割合に目を転じると、日本では金融機関のウェイトが7割を占める。同比率は、英国、ドイツでは約半分程度、米国では3割程度だ。金融機関の国債保有比率が高い点も、国債市場の安定化に寄与すると考えられる。90年代の日本の経験を振り返るまでもなく、景気悪化局面ではリスク回避選好が高まり、銀行預金等の安全資産に資金が流入し易くなる。一方、民間の資金需要は後退すると同時に、銀行は貸出の慎重化等、運用面でリスクテイクを抑制する傾向を強めていく。結果として、資金の流れは銀行を経由して、民間部門から政府部門へと流れ易くなる。端的に言えば、銀行の国債保有量は増加傾向を辿り易くなることが想定される。特に金融システムの安定を維持するため、金融機関が政府・日銀から様々な形でバックアップを受けていることを考慮すれば、金融機関が国債市場を不安定化させるような選択をする可能性は低いだろう。

(図表7-3) 国債の所有者内訳

	(シェア)			
	米国	英国	ドイツ	日本
海外	50.3%	35.0%	35.4%	6.8%
国内	49.7%	65.0%	64.6%	93.2%
家計部門	4.3%	2.9%	9.7%	5.2%
非金融企業部門	1.8%	0.3%	3.4%	0.5%
金融機関	30.6%	61.8%	52.0%	73.4%
政府	8.2%	0.0%	0.0%	12.2%

(注) 米国、英国、日本は08年12月、ドイツは06年12月の値。  
(出所) 各種統計資料より野村證券金融経済研究所作成

10年債利回りは、概ね  
1.0~1.5%程度の水準  
で推移する見通し

今後の10年債利回りのイメージを得るために、モデルでの推計を行った。これまでの議論を踏まえて、我々のモデルには国債の発行額増加によるリスクプレミアムを明示的には盛り込んでいない。推計式に基づいて先行きを試算すると、10年債利回りは1.0~1.5%程度の低金利状況が続くとの結果が得られる。背景には、低金利政策の継続、潜在成長率の低下、デフレの継続、が挙げられる。時間の経過とともに予測誤差が50%から90%へと拡大した場合の結果をファンチャートの形で示してあるが、その場合でも金利の上限は1.88%程度となる(図表7-4)。

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。

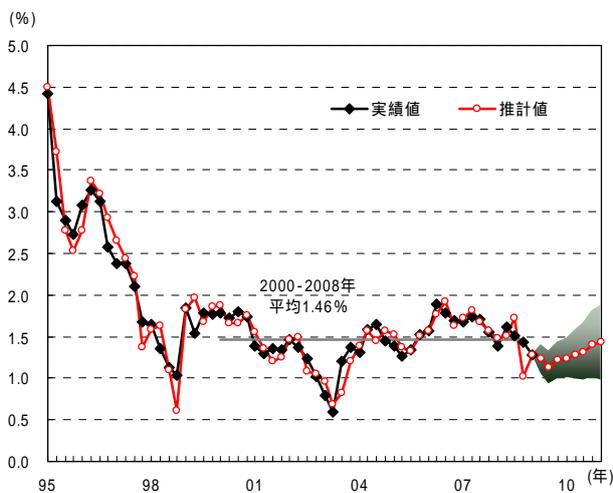
リスクは米国での金利急騰

リスク要因としては、米国での金利急騰が挙げられる。既述したように、国債の所有構造に鑑みれば、日本に比べ米国の国債相場は相対的に不安定化し易い構造にあると考えられる。日米長期金利が非常に高い連動性を有していることを考慮すると、何らかの要因で米国の長期金利が急騰した場合には、日本でも長期金利が急騰する可能性は否定できない。

財政プレミアム発生の目安は、2.0%超の水準への金利上昇

また、どの程度まで金利が上昇した場合、日本の国債市場で財政プレミアムが明確に意識され始めたと思すべきであろうか。景気とインフレの動向を内包した名目 GDP 成長率と 10 年債利回りの関係を確認すると、10 年債利回りのトレンドは 5 年程度の平均成長率と高い相関を有していることが視認可能である。これは、長期金利が短期的な景気の振幅ではなく、長期的な期待成長率の影響を色濃く受けていることを示唆している。ただし、マイナス成長に陥るようなケースでは、1%前後の水準で下限が形成されているようだ。内閣府による調査、及びストック循環に基づく我々の推計では、日本の期待成長率は当面の間ゼロ%前後で推移する見通しである。この点を踏まえた上で、我々のモデルにおける各説明変数が概ね予測に沿った動きをすると仮定した場合、10 年債利回りが明示的に 2.0% (= 下限(1.0%) + 予測誤差 (0.9%)) を上回ってくれば、財政赤字の拡大が金利の上昇に繋がっている、すなわち財政プレミアムが発生していると判断する一つの目安となる。

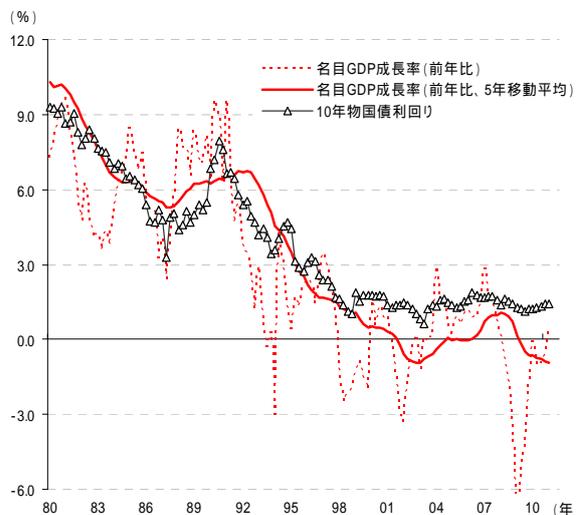
(図表 7-4) 長期金利(10 年債利回り)の推計



(注) 1.日本の 10 年債利回り $= -0.50 + 0.43 \times$ 無担保コールレート翌日物 $+ 0.23 \times$ 潜在 GDP 成長率 $+ 0.13 \times$ コア CPI 前年比 $+ 0.37 \times$ 米国の 10 年債利回り $- 0.71 \times$ 金融危機ダミー、金融危機ダミーは 1997 年 10-12 月期から 1998 年 10-12 月期が 1、他は 0 とした。系列相関が確認されたため、誤差項に AR(1)を仮定して推計している。  
2.面グラフは実績と推計の誤差から推計した予測誤差。期間の終りにかけて 50%から 90%に誤差の生じる確率が高まっていくことを仮定している。

(出所) 各種統計より野村證券金融経済研究所作成

(図表 7-5) 名目 GDP 成長率と 10 年債利回りの推移



(注) 2009 年 4-6 月期以降は野村證券金融経済研究所の予測値。  
(出所) 内閣府、EcoWin 資料より野村證券金融経済研究所作成

## GDP 急減するも、高まる回復期待

### 景気動向

16 カ月におよぶ景気後退が最終局面に入ったことを裏付ける証拠が増えている。住宅販売・建設活動は下げ止まりつつある模様であり、製造業を対象とする調査結果は減産縮小と雇用者数の減少ペースの鈍化を示している。今回の回復の裾野の広さを反映し、大手民間調査機関のコンファレンス・ボードによる4月の景気先行指標は前月比+1%と、ほぼ4年ぶりの大幅上昇で、前回の景気後退局面の終盤に見せた伸びに匹敵するものとなった。09年1-3月期のように在庫調整が成長を大幅に押し下げることはこの先なさそうだが、住宅ならびに製品在庫が大量に積み上がっているため、生産が夏前の早い時期に上向き可能性は低いだろう。

### 物価動向

失業率が上昇し、設備稼働率が低迷するなか、インフレは鈍化している。小売業者は在庫を早く処分しようと値下げを実施、サービス業者もシェアを維持しようと値下げ攻勢に出ている。一方、世界景気の後退(特にレイオフや失業率の急上昇に鮮明に表れている)により、賃金や資本コストの伸びは抑制されるだろう。景気縮小が続くなか、経済の余剰生産能力は増大し、そうした状態は米国経済が再び潜在成長率に匹敵する成長ペースを取り戻すまで続くだろう。コアの消費者物価上昇率は向こう2年間、着実に低下基調を辿りそうだ。そうした環境の下、インフレ加速よりもデフレの方が遥かに大きな脅威となっている。

### 財政・金融政策

野村では、米国の厳しい金融情勢は、積極的な金融政策や国内大手金融機関の安定化を目指した一連の措置により、徐々に緩和するとの想定に基づき予測をたてている。現在、米連邦準備制度理事会(FRB)は景気回復ペースを加速させるため引き続き政策を総動員し、長期国債、ならびに政府機関債と政府機関が保証する住宅ローン担保証券(MBS)を購入している。3月23日発表の官民投資プログラム(PPIP)は、その実行に関連する幾つかの実務上の問題点が解決されるなら、効果が期待できる。いまのところ取り組みのペースは鈍いが、タム物資産担保証券ローンファシリティー(TALF)への参加が増えそうな模様で、我々はこれが証券化市場の回復に寄与すると、慎重ながら引き続き楽観的にみている。また、財政刺激策のGDP押し上げ効果は4-6月期から顕在化し始め、年後半には浸透するだろう。

### リスク要因

信用市場の機能不全が続いているため、通常は景気後退期に生じる自律的回復力が損なわれる恐れがある。金融危機が再び過熱するようなことがあれば、緒についたばかりの回復の行方を阻む可能性がある。さらに、長期インフレ期待が後退すれば、現時点の我々の想定を超える深刻なデフレ問題に発展する可能性もある。

## 米国経済見通し要約表

(%)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2008年	2009年	2010年
実質 GDP	-0.5	-6.3	-5.6	-1.0	1.2	1.5	2.1	2.5	1.1	-2.5	1.9
個人消費	-3.8	-4.3	2.1	-1.3	1.8	2.1	2.8	2.6	0.2	-0.6	2.2
非住宅固定資本形成	-1.7	-21.7	-37.9	-18.3	-12.3	-10.2	-8.3	-5.4	1.6	-20.2	-8.0
住宅投資	-16.0	-22.8	-37.9	-22.8	-8.7	2.6	15.8	25.4	-20.8	-22.7	9.7
政府支出	5.8	1.3	-4.1	13.6	3.4	1.1	0.1	0.4	2.9	3.1	1.5
輸出(財・サービス)	3.0	-23.6	-28.9	-13.7	-3.7	3.6	2.6	3.4	6.2	-14.4	1.4
輸入(財・サービス)	-3.5	-17.5	-36.3	-3.6	-2.3	1.4	2.5	3.9	-3.5	-15.4	2.2
GDPへの寄与度											
国内最終需要	-2.4	-6.0	-5.4	-0.8	0.6	0.9	1.7	2.1	0.0	-2.8	1.5
在庫投資	0.8	0.2	-2.8	0.9	0.7	0.4	0.5	0.6	-0.2	-0.4	0.6
純輸出	1.1	-0.5	2.6	-1.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.2	1.4	0.7	-0.2
失業率	6.0	6.9	8.1	9.1	9.8	9.8	9.8	9.7	5.8	9.2	9.6
住宅着工件数 (季節調整済み年率、千戸)	876	660	529	518	540	579	648	735	903	542	753
消費者物価	5.2	1.5	-0.2	-1.1	-2.2	0.3	1.0	1.0	3.8	-0.8	0.8
コア消費者物価	2.5	2.0	1.7	1.7	1.3	1.5	1.4	1.2	2.3	1.6	1.1
連邦財政収支(対 GDP 比)									-3.2	-13.5	-9.1
経常収支(対 GDP 比)									-4.6	-2.6	-3.1
政策金利(フェデラルファンド(FF) 金利誘導目標水準)	2.00	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	0.25
3カ月物ドル LIBOR 金利	4.05	1.43	1.19	0.80	0.70	0.70	0.70	0.70	1.43	0.70	0.70
2年物米国財務省証券利回り	2.00	0.76	0.81	1.00	1.10	1.25	1.50	1.70	0.76	1.25	2.10
5年物財務省証券利回り	2.98	1.55	1.67	2.10	2.20	2.30	2.45	2.55	1.55	2.30	2.90
10年物財務省証券利回り	3.85	2.25	2.71	3.25	3.30	3.40	3.50	3.55	2.25	3.40	3.80

(注) 実質GDPの四半期値は季節調整済み前期比年率%。失業率は労働力人口に対する比率。住宅着工件数は季節調整済み年率換算の期中平均値。消費者物価・年間の実質GDPは前年比%。財政収支は年度(10月～翌年9月)。金利・為替は期末値。太字は実績値、その他は野村予測。2009年5月22日現在。

(出所) 公式統計よりノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル作成

## 景気後退ペースは緩和へ

- 景気動向** 2009年1-3月期の経済活動は非常に弱いですが、5月21日に発表された5月のユーロ圏製造業購買担当者指数(速報)において景況感の改善が確認され、09年4-6月期には経済活動の縮小ペースが緩和することを示唆している。しかし、それでも、ユーロ圏では年内は景気後退が続くと野村ではみている。信用供給のひっ迫に信頼感の急低下と新興国を中心とする外需の急減が相まって、10年末まで、ユーロ圏経済の重しとなりそうだ。10年の成長も潜在成長率の半分程度に留まりそうだ。
- 物価動向** ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率(速報値)は、4月に前年同月比+0.6%と安定的に推移した後、5月は+0.3%に落ち込むことが予想される。HICPの上昇率は、2~3カ月にわたって前年比マイナスで推移し、その後も10年の大半を通じて同+1.0%近辺の低水準で推移しよう。09年末までのインフレ率については、08年にエネルギーと食料品価格が高騰した影響の剥落が大きな低下要因となる一方、景気低迷の長期化に伴うコア・インフレの減速が顕在化するの10年の年明け以降となろう。
- 財政・金融政策** 欧州中央銀行(ECB)が追加利下げに踏み切る可能性を排除できないものの、景気の緩やかな回復を踏まえると、野村では追加利下げの可能性は低いとみている。ECBは、ユーロ圏の銀行に対する長期資金供給に加えて、銀行の資金繰りを一段と支えるために6月の政策理事会以降に600億ユーロのカバードボンドを買い入れるプログラムを発表した。ECBが正式に国債買入れを実施する可能性は極めて低いと野村では引き続き考えている。また、財政刺激策の効果も無視できず、野村の推定では、裁量的支出拡大は既に09年のユーロ圏の実質GDPを0.5%ポイント押し上げる規模に達している。欧州各国政府は、いわゆる「バッドバンク」や損失保証などの形で個別対応を進めるとみられる。ユーロ圏の財政赤字と公的債務残高は急激に増加する模様だ。
- リスク要因** 依然として在庫調整が進む可能性があるため、特に短期的に、野村のユーロ圏経済予測には、強い下振れリスクがある。

## ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2008年	2009年	2010年
実質 GDP	-1.1	-6.2	-9.6	-1.7	-0.6	-0.1	0.9	1.3	0.6	-4.3	0.5
個人消費	0.3	-1.2	-1.0	-0.4	-0.4	0.0	0.6	0.9	0.3	-0.7	0.3
固定資本形成	-3.0	-15.1	-12.9	-7.5	-6.9	-5.1	-3.2	-1.3	-0.2	-9.4	-3.7
政府消費	2.4	1.4	2.6	3.2	3.2	3.2	2.8	2.8	2.0	2.7	3.0
輸出(財・サービス)	-0.9	-24.4	-21.9	-3.3	-3.2	-1.5	1.4	2.0	1.1	-12.0	0.1
輸入(財・サービス)	5.2	-17.4	-18.5	-11.5	-3.8	-1.5	1.1	2.1	1.2	-10.5	-0.6
GDP への寄与度											
国内最終需要	0.0	-3.9	-2.9	-1.2	-1.0	-0.4	0.3	0.9	0.5	-2.9	0.1
在庫投資	1.5	1.6	-4.9	-4.2	0.2	0.4	0.5	0.4	0.1	-0.5	0.3
純輸出	-2.6	-4.0	-1.8	3.7	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.8	0.3
失業率	7.6	8.0	8.7	9.2	9.4	9.8	10.1	10.4	8.0	9.8	10.6
雇用者報酬(一人当たり)	3.5	3.3	3.0	2.4	1.5	1.3	1.3	1.8	3.3	2.0	1.6
労働生産性	-0.1	-1.2	-1.2	-1.0	-0.9	0.5	1.1	1.5	-0.3	-0.7	1.5
単位労働コスト	3.6	4.5	4.2	3.4	2.4	0.7	0.2	0.2	3.6	2.7	0.1
財政収支(対 GDP 比)									-1.9	-5.8	-6.7
消費者物価(HICP)	3.8	2.3	1.0	0.2	-0.3	0.6	1.2	1.0	3.3	0.4	1.1
コア HICP	1.8	1.9	1.6	1.7	1.6	1.3	1.3	1.0	1.8	1.6	1.0
政策金利(主要政策金利)	4.25	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	2.50	1.00	1.25
3 カ月物 Euribor 金利	5.28	2.89	1.51	1.25	1.25	1.25	1.25	1.30	2.89	1.25	1.65
10 年物ドイツ国債利回り	4.52	3.94	2.99	3.10	3.00	3.10	3.20	3.30	3.94	3.10	3.40

(注) 実質 GDP の四半期値は季節調整済み前期比年率。失業率は労働力人口に対する比率。雇用者報酬・労働生産性・単位労働コスト・消費者物価は、前年同期比または前年比。金利・為替は期末値。太字は実績値、その他は野村予測。

2009年5月22日現在。

(出所) 欧州統計局、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

## ディレバレッジへ向けて

## 景気動向

野村は、09年の英国の実質GDP成長率が-3.7%になると予想している。09年1-3月期は、民間消費と鉱工業生産が明らかに予想を越える低迷が続いている。その中で、住宅ローン承認件数が過去4カ月中3カ月において下げ止まりの動きを示していることは一筋の希望といえ、最近のイングランド銀行(BOE:中央銀行)による積極利下げがこれに一役買っているとみられる。また企業を対象にした景況感調査も景気の悪化ペースが4-6月期に鈍化する可能性を示唆している。ただし、信用供給のひっ迫や住宅価格・株価の調整に伴う逆資産効果が民間消費を圧迫し、家計に債務残高の削減を促すなど、景気の足かせ要因も依然として強い影響を及ぼしている。野村では、10年の実質GDPが0.3%のプラス成長を回復すると見ているが、潜在成長率を依然として大幅に下回り、失業率は10年末までに10%を上回る可能性がある。

## 物価動向

3月の消費者物価(CPI)上昇率は、3月の前年同月比+2.9%から同+2.30%へ鈍化した。ポンド安にもかかわらず、需給ギャップのマイナス幅が拡大し、エネルギー価格の反落が前年比効果により大きく効いてくることで、CPI上昇率は今年年央までに前年同月比+1.0%を下回る水準まで低下するだろう。付加価値税(VAT)の軽減措置が期限切れとなる10年1月には、CPI上昇率は前年同月比+2.3%に再び急加速するとみられるが、需給ギャップのマイナス幅が解消しないため、CPI上昇率は10年を通じてインフレ目標(+2.0%)を下回る水準まで再び鈍化するだろう。

## 財政・金融政策

09年度予算案では、公的部門純借入額(PSNB)はGDP比12.4%になると予想しているが、これは戦後最高水準であり、予算案作成前の予想(08年11月発表)である同8.0%を大幅に上回っている。しかし、追加経済対策のネットの規模(主に投資推進策、新車購入向け補助金制度、雇用対策による景気刺激効果の一部は、09年の燃料税導入や10年の所得税増税の影響で打ち消されるだろう)はGDP比0.4%未満と、予算案策定前の予想である同1.2%を大幅に下回る。英財務省は09年上期のGDPギャップのマイナス幅を4.2%ポイントと推定しているが、これを穴埋めするには追加経済対策は不十分のようだ。BOEは政策金利である基準金利が0.5%で下限に達したことを示唆しており、野村はBOEが10年年央まで同金利を現行水準で据え置くこととみている。金融政策の中心である基準金利が下限に達したため、BOEは「量的緩和」に移行し、中銀準備預金の拡大を通じて、中長期国債の買い入れに着手した。しかし、BOEが直接コントロールできるのはマネタリーベースにとどまる。最終的には、金融機関が家計や企業に実際に信用を供給して、初めて中央銀行の戦略が成功を収めたといえるだろう。

## リスク要因

野村の経済予測に対する下振れリスクは依然大きく、主として国内不均衡の調整に伴うものだが、この調整は我々の予想以上に長引く可能性がある。

## 英国経済見通し要約表

(%)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2008年	2009年	2010年
実質 GDP	-2.8	-6.1	-7.3	-2.0	-0.7	0.2	0.2	1.0	0.7	-3.8	0.3
民間消費	-0.9	-4.1	-4.7	-2.8	-1.6	-0.8	-2.0	0.0	1.4	-2.9	-0.9
固定資本形成	-10.8	-5.4	-14.2	-15.8	-10.7	-6.2	-1.2	0.4	-3.1	-10.8	-3.8
政府消費	2.8	5.4	1.2	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	3.4	2.5	1.2
輸出(財・サービス)	0.8	-14.9	-22.1	-1.2	-1.6	-0.8	1.2	3.2	0.1	-9.6	1.3
輸入(財・サービス)	-0.6	-21.5	-21.5	-3.2	-3.2	-1.6	-0.4	2.0	-0.6	-11.5	-0.2
GDPへの寄与度											
国内最終需要	-1.9	-2.4	-5.5	-4.4	-2.8	-1.5	-1.1	0.4	1.0	-3.3	-1.0
在庫投資	-1.4	-6.6	-2.2	1.8	1.5	1.4	0.9	0.4	-0.5	-1.4	0.9
純輸出	0.4	2.9	0.4	0.6	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.9	0.4
失業率	5.8	6.3	6.9	7.8	8.6	9.1	9.4	9.7	5.7	8.1	9.8
消費者物価	4.8	3.9	3.0	1.9	0.7	0.8	1.6	1.3	3.9	1.6	1.2
政策金利(基準金利)	5.00	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	2.00	0.50	1.25
10年物国債利回りスプレッド (英-独)	4.45	3.02	3.17	3.50	3.60	3.40	3.30	3.30	3.02	3.40	3.50
ポンド/ユーロ為替レート	0.79	0.82	0.93	0.98	0.95	0.90	0.90	0.87	0.82	0.90	0.85
ドル/ポンド為替レート	1.91	1.56	1.43	1.43	1.55	1.67	1.66	1.66	1.56	1.67	1.65

(注) 四半期値は季節調整済み前期比年率%、年間値は前年比%。失業率は労働力人口に対する比率。金利・為替は期末値。太字は実績値、その他は野村予測。2009年5月22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

## 経済活動は加速の様相

## 景気動向

2009年2月半ば以降、中国経済回復の証拠が増えている。消費を含め、多くの分野で経済活動が加速している模様だ。たとえば、4月の乗用車販売台数は前年同月比+37%と、24カ月ぶりの高い伸びを示した。また、4月の不動産販売も前年同月比+39%と、19カ月ぶりの高い伸びとなった。企業部門でも、4月の購買担当者指数は2カ月連続で経済活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を上回った。過半数の項目で指数が50を上回り、極めて幅広い景気回復がうかがえる。1~4月の都市部固定資産投資(FAI)の伸び率は前年同期比+30.5%に加速し、約3年ぶりの高い伸びとなった。とりわけ、1~4月の固定資産投資の新規着工プロジェクト投資予定額は前年同期比+90.7%と急増しており、この先多くの投資が実行されることがうかがえる。これらのデータは、政府が大規模な景気刺激策を発表してから6カ月が経過し、経済活動が加速していることを示す。予想を上回る結果を受けて、野村では、09年のFAI伸び率予想を従来の前年比+28.0%から同+32.0%に上方修正し、09年の小売売上高の伸び率を前年比+13.4%から同+14.2%に上方修正した。

## 物価動向

4月のCPIは引き続き前年同月比でマイナスとなった。消費者物価の下落と08年1-3月期の天候不順による食料品価格高騰の反動から、マイナスの伸びが09年7-9月期まで続くと予想される。前年との比較効果が弱まり、景気刺激策の影響で生産者物価が徐々に押し上げられる09年後半には、CPI上昇率は再びプラスに転じ、10-12月期には前年同期比+2.1%に達するだろう。しかしながら、1~4月のCPI上昇率が予想を下回ったため、野村では、09年のCPI上昇率予想を従来の前年比+0.6%から同+0.2%に下方修正した。

## 財政・金融政策

野村では、09年のCPI上昇率予想を下方修正したが、中国人民銀行(中央銀行)は年内、追加利下げに踏み切らないとみている。主な理由は、流動性状況が既に極めて緩やかであることで、4月の銀行貸出残高の伸びは前年同月比+29.7%と極めて強く、各指標から経済活動の加速がうかがえる。10年にインフレ圧力が再び強まれば、中国人民銀行は10年に金利を0.81%ポイント引き上げると野村では予想している。

## リスク要因

我々はFAIと小売売上高の伸び率予想を上方修正したが、09年の実質GDP成長率予想は前年比+8.0%に据え置く。09年1-3月期の在庫調整ペースが予想を上回り、同期の実質GDP成長率を前年同期比+6.1%に押し下げた。この予想には引き続き上振れリスクがあると考えられるが、FAIと貸出の伸び率が大幅に加速しており、利上げのリスクも高まっている。もっとも、この先数カ月以内の利上げはなさそうだ。

## 中国経済見通し要約表

(特に記載がない限り、前年比%)	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2008年	2009年	2010年
実質 GDP	9.0	6.8	6.1	7.2	8.8	10.0	9.8	8.5	9.0	8.0	8.5
消費者物価	5.2	2.5	-0.6	-0.9	0.2	2.1	2.8	3.3	5.9	0.2	3.2
コア消費者物価	1.1	0.2	-0.5	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	0.0	0.8
小売売上高(名目)	23.2	20.6	15.0	13.8	13.8	14.3	14.7	13.8	21.7	14.2	15.0
固定資産投資(名目、年初来)	27.0	25.5	28.8	30.0	31.0	32.0	26.0	25.0	25.5	32.0	24.8
鉱工業生産(実質)	13.0	6.4	5.1	8.6	13.7	16.0	18.0	14.0	12.9	10.9	13.2
輸出(金額ベース)	23.1	4.4	-19.7	-19.5	-14.0	-7.5	5.5	8.6	17.3	-15.0	8.8
輸入(金額ベース)	25.9	-8.8	-30.9	-12.7	6.0	10.6	10.2	18.3	18.6	-6.7	16.7
貿易収支(10億ドル)	83.3	114.3	62.5	25.1	6.7	62.4	57.3	1.6	295	157	86
経常収支(対 GDP 比)									9.8	7.2	5.0
財政収支(対 GDP 比)									-0.4	-3.8	-4.9
1年物貸出基準金利(%)	7.20	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31	5.58	5.85	5.31	5.31	6.12
1年物預金基準金利(%)	4.14	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.52	2.79	2.25	2.25	3.06
預金準備率(%)	17.50	15.50	15.50	14.50	13.50	13.00	13.00	13.00	15.50	13.00	13.00
人民元/ドル為替レート	6.85	6.83	6.83	6.83	6.80	6.70	6.60	6.55	6.83	6.70	6.40

(注)四半期値は前年同期比、年間値は前年比。金利・為替レートは期末値。太字は実績値、その他は野村予測。2009年5月22日現在。  
(出所)中国国家統計局、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、%)		
	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年	2008年	2009年	2010年
全世界	2.9	-1.3	2.9	5.2	1.4	2.4	3.78	2.91	3.31
先進国	0.7	-3.7	1.2	3.3	-0.2	0.7	1.16	0.48	0.72
新興国	5.6	1.6	4.7	7.5	3.3	4.3	7.02	5.77	6.22
BRICs	7.7	4.3	6.4	7.8	2.8	4.8	7.78	6.49	7.08
北中南米	1.7	-2.7	1.8	4.2	0.6	1.7	2.86	1.99	2.28
米国	1.1	-2.5	1.9	3.8	-0.8	0.8	0.13	0.13	0.25
カナダ	0.5	-3.0	2.2	2.4	0.4	1.5	1.50	0.25	0.50
ラテンアメリカ	3.9	-3.3	1.5	6.0	4.9	4.3	11.47	7.91	8.56
アルゼンチン	7.0	-4.0	0.6	8.1	7.6	7.8	15.10	18.50	14.00
ブラジル	5.1	-3.2	1.8	5.7	4.6	4.0	13.75	8.50	10.00
チリ	3.2	-1.0	2.0	7.1	3.5	3.0	8.25	1.25	3.50
コロンビア	2.9	-1.7	1.2	7.7	5.0	5.2	9.50	6.00	6.50
メキシコ	1.6	-4.0	1.5	5.1	4.4	3.3	8.25	4.75	6.00
アジア・太平洋地域	5.1	2.0	5.5	5.6	0.4	2.7	4.13	3.50	4.25
日本	-0.7	-6.3	0.8	1.4	-1.2	-1.1	0.10	0.10	0.10
豪州	2.1	-1.3	1.5	4.3	1.2	1.7	4.25	2.00	4.00
アジア(除く日本)	6.9	4.3	6.8	6.8	0.8	3.7	5.22	4.44	5.26
中国	9.0	8.0	8.5	5.9	0.2	3.2	5.31	5.31	6.12
香港	2.4	-5.0	3.4	4.3	-1.4	1.6	1.50	0.70	0.70
インド	7.4	5.1	7.0	9.1	0.5	5.4	6.50	4.50	5.25
インドネシア	6.1	3.3	4.7	9.8	5.8	5.9	9.25	7.00	8.00
マレーシア	4.6	-4.0	3.5	5.4	0.6	2.4	3.25	1.75	2.25
フィリピン	4.6	1.9	4.0	9.3	1.9	3.0	5.50	4.00	4.50
シンガポール	1.1	-7.6	4.0	6.5	-0.6	0.8	1.00	0.50	1.25
韓国	2.2	-4.0	3.5	4.7	2.9	3.3	3.00	2.25	3.50
台湾	0.1	-5.7	4.6	3.5	-1.5	1.6	2.00	1.25	1.75
タイ	2.6	-4.1	1.8	5.5	-0.6	2.2	2.75	1.00	2.00
ベトナム	6.2	4.0	6.0	23.1	5.7	7.5	8.50	6.50	7.00
欧州先進国	0.7	-4.2	0.4	3.4	0.6	1.1	2.41	0.92	1.25
ユーロ圏	0.6	-4.3	0.5	3.3	0.4	1.1	2.50	1.00	1.25
フランス	0.3	-3.2	0.2	3.2	0.1	1.0	2.50	1.00	1.25
ドイツ	1.0	-5.8	0.4	2.8	0.4	0.9	2.50	1.00	1.25
イタリア	-1.0	-4.5	0.5	3.5	0.9	1.5	2.50	1.00	1.25
オランダ	2.1	-3.8	0.9	2.2	1.4	0.6	2.50	1.00	1.25
スペイン	1.2	-3.2	0.3	4.1	-0.2	2.2	2.50	1.00	1.25
英国	0.7	-3.8	0.3	3.9	1.6	1.2	2.00	0.50	1.25
その他新興国(EEMEA)	3.7	-2.1	1.6	9.7	7.5	5.5	7.70	7.01	6.56
チェコ	3.7	-3.4	0.8	6.4	2.5	3.2	2.25	1.50	1.50
エジプト	6.5	1.6	2.2	18.3	11.5	7.2	11.50	8.50	7.50
湾岸協力会議	6.0	1.0	1.8	10.5	5.8	4.0	0.13	0.13	0.25
ハンガリー	0.6	-7.9	-1.0	6.1	4.8	6.3	10.00	9.50	6.50
イスラエル	4.1	-2.4	1.2	4.6	1.4	1.8	2.50	0.75	2.25
カザフスタン	3.2	-1.5	2.0	17.3	7.4	6.1	10.0	8.50	8.00
ポーランド	4.8	1.0	2.8	4.2	3.4	3.3	5.00	3.25	3.50
ルーマニア	7.1	-4.0	2.8	7.8	5.8	4.5	10.25	8.50	7.00
ロシア	5.6	-4.0	1.6	14.1	13.7	10.4	13.00	12.00	11.00
南アフリカ	3.1	0.5	3.7	11.3	7.2	6.6	12.00	7.00	7.00
トルコ	1.1	-5.0	2.0	10.4	7.2	5.5	15.00	8.25	10.00
ウクライナ	2.1	-10.0	2.5	25.2	16.7	10.3	12.00	11.00	10.00

(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、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。上記以外の国・地域を新興国とする。BRICs はブラジル、ロシア、インド、中国。その他新興国(EEMEA)は欧州新興国、中東、アフリカ。湾岸協力会議(GCC)はバーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦。

2.2008年、2009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(0.0-0.25%)の中心値。

3.インドの物価は卸売物価指数。

4.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カ月物香港銀行間取引金利(Hibor)、3カ月物シンガポール銀行間取引金利(Sibor)を掲載。

5.予測値は5月22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。

**野村證券からのお知らせ**

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

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号

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

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

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