

2010 年度～2012 年度の経済見通し

『日本経済：国内景気は「二番底」を回避し再浮揚へ』

2010 年度実質 GDP 成長率：+1.9%

2011 年度実質 GDP 成長率：+1.4%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.2%

2010 年 8 月 20 日

野村證券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

日本経済の予測要約表

[2010年8月16日時点]

[2010年5月21日時点]

		10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	1.9	1.4	2.2	2.7	2.1
	＜内需寄与度＞	0.3	1.1	1.8	1.7	1.7
	＜民間内需＞	0.5	1.3	1.7	1.7	1.9
	＜公的内需＞	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1
	＜外需寄与度＞	1.5	0.3	0.4	1.0	0.4
	民間最終消費支出	1.3	0.7	0.8	1.2	0.8
	民間住宅投資	-4.1	3.9	5.6	2.2	6.1
	民間企業設備投資	3.6	5.8	7.0	6.5	9.1
	民間在庫品増減＜寄与度＞	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0
	政府消費	1.3	0.7	0.7	1.2	0.7
	公的固定資本形成	-8.9	-7.7	-0.9	-5.4	-7.9
	財貨・サービス輸出	18.6	4.9	6.7	14.6	6.7
	財貨・サービス輸入	10.4	4.5	6.7	9.9	6.4
	名目国内総支出	0.6	1.0	2.2	2.1	2.0
	GDPデフレーター	-1.3	-0.4	0.0	-0.5	-0.1
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	11.1	3.4	6.6	14.4	5.7
	国内企業物価	0.2	0.5	0.8	-0.2	1.5
	消費者物価	-0.6	-0.2	0.2	-0.7	0.1
	除く生鮮食品	-1.0	-0.2	0.1	-0.8	0.1
	完全失業率(%)	4.9	4.6	4.2	4.7	4.3
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.2	10.5	11.2	10.9	12.4
	貿易収支(兆円)	10.5	11.9	12.7	12.1	13.6
	貿易・サービス収支(兆円)	8.3	8.6	9.0	8.9	9.4
	経常収支(兆円)	19.6	21.5	23.0	22.1	22.6

(注)1.断りが無い限り、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

	2010年度	2011年度	2012年度
ドル円相場(年度平均)	89.0	88.0	90.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0.10	0.10	0.10
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0	5.0
WTI(年度平均、ドル/バレル)	82.0	89.0	94.0

(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)

	09年 7-9	10年 10-12	10年 1-3	10年 4-6	11年 7-9(予)	11年 10-12(予)	11年 1-3(予)	11年 4-6(予)	12年 7-9(予)	12年 10-12(予)	12年 1-3(予)
民間最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	306658.9 0.6 -0.4	308737.2 0.7 1.2	310418.7 0.5 3.3	310519.7 0.0 1.8	311606.5 0.4 1.6	312292.1 0.2 1.2	312292.1 0.0 0.6	312854.2 0.2 0.8	313448.6 0.2 0.6	314263.6 0.3 0.6	315017.8 0.2 0.9
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	12433.7 -7.2 -20.3	12078.6 -2.9 -24.5	12114.6 0.3 -18.1	11960.4 -1.3 -10.5	11917.2 -0.4 -4.2	11958.2 0.3 -1.0	12050.1 0.8 -0.5	12204.6 1.3 2.0	12339.3 1.1 3.5	12505.4 1.3 4.6	12678.7 1.4 5.2
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	68714.2 -1.8 -20.9	69745.2 1.5 -13.5	70133.0 0.6 -4.6	70460.8 0.5 0.8	71488.7 1.5 4.0	72605.8 1.6 4.1	73678.7 1.5 5.1	74641.6 1.3 5.9	75629.5 1.3 5.8	76762.3 1.5 5.7	78042.2 1.7 5.9
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-357.2 -0.3	-1396.6 -0.2	-1223.1 0.0	-2031.0 -0.2	-1631.0 0.1	-1731.0 0.0	-1781.0 0.0	-1821.0 0.0	-1761.0 0.0	-1511.0 0.0	-1411.0 0.0
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	98260.6 0.1 2.0	98933.4 0.7 1.7	99481.2 0.6 1.5	99723.8 0.2 1.5	99959.8 0.2 1.7	100075.1 0.1 1.2	100228.9 0.2 0.8	100408.9 0.2 0.7	100646.6 0.2 0.7	100762.7 0.1 0.7	100917.5 0.2 0.7
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	20334.0 -1.8 11.6	20066.3 -1.3 9.2	19827.6 -1.2 4.6	19154.0 -3.4 -7.2	18646.4 -2.7 -8.3	18210.9 -2.3 -9.2	17772.0 -2.4 -10.4	17381.0 -2.2 -9.3	17085.6 -1.7 -8.4	16812.2 -1.6 -7.7	16728.1 -0.5 -5.9
公的在庫投資 <前期比寄与度>	227.6 0.0	254.6 0.0	330.2 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0	263.8 0.0
純輸出 <前期比寄与度> (前期比) (前年同期比)	18592.7 0.2 15.0 -36.4	21834.1 0.6 17.4 35.5	25443.1 0.6 16.5 233.8	27851.0 0.3 9.5 75.6	28557.0 0.1 2.5 52.7	28906.8 0.1 1.2 31.9	29293.3 0.1 1.3 15.2	29515.7 0.0 0.8 6.0	30050.3 0.1 1.8 5.2	30629.9 0.1 1.9 5.9	31011.8 0.1 1.2 5.9
輸出 (前期比) (前年同期比)	70809.7 8.5 -22.7	74846.6 5.7 -4.7	80068.5 7.0 34.6	84808.2 5.9 30.0	85890.7 1.3 21.3	86782.1 1.0 15.9	87765.7 1.1 9.6	88705.1 1.1 4.6	89858.9 1.3 4.6	91183.0 1.5 5.1	92534.4 1.5 5.4
輸入 (前期比) (前年同期比)	52217.0 6.3 -16.0	53012.5 1.5 -15.4	54625.4 3.0 5.5	56957.2 4.3 16.0	57333.7 0.7 9.8	57875.3 0.9 9.2	58472.4 1.0 7.0	59189.4 1.2 3.9	59808.6 1.0 4.3	60553.0 1.2 4.6	61522.6 1.6 5.2
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	526694.1 -0.3 -1.0 -5.2	531960.4 1.0 4.1 -1.0	537754.4 1.1 4.4 4.7	538294.1 0.1 0.4 2.0	540266.7 0.4 1.5 2.6	542051.4 0.3 1.3 1.9	543275.5 0.2 0.9 1.0	544937.0 0.3 1.2 1.2	547205.3 0.4 1.7 1.3	550009.5 0.5 2.1 1.5	552787.4 0.5 2.0 1.8
GDPデフレーター (前年同期比)	89.8 -0.7	89.3 -2.8	89.5 -2.8	88.6 -1.8	89.3 -0.6	88.2 -1.2	88.0 -1.8	88.0 -0.7	88.7 -0.6	87.9 -0.3	87.8 -0.2
鉱工業生産(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	83.2 5.3 -19.4	88.1 5.9 -4.3	94.3 7.0 27.5	95.7 1.5 21.0	95.0 -0.7 14.2	95.9 1.0 8.9	96.3 0.4 2.2	97.0 0.7 1.4	98.2 1.2 3.4	99.5 1.3 3.8	101.0 1.5 4.9
国内企業物価(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	102.8 0.0 -8.3	102.1 -0.7 -5.2	102.4 0.3 -1.7	103.0 0.6 0.2	102.8 -0.2 0.0	102.4 -0.4 0.3	102.7 0.3 0.2	103.0 0.3 0.0	103.2 0.2 0.4	103.3 0.1 0.9	103.5 0.2 0.8
消費者物価指数(総合) (2005年=100) (前期比) (前年同期比)	100.0 -0.5 -2.2	99.7 -0.3 -2.0	99.9 0.2 -1.2	99.6 -0.2 -0.9	99.2 -0.4 -0.8	99.3 0.1 -0.3	99.3 -0.1 -0.5	99.3 0.1 -0.3	99.0 -0.3 -0.2	99.2 0.1 -0.2	99.2 0.0 -0.1
消費者物価指数(除く生鮮食品) (2005年=100) (前期比) (前年同期比)	99.9 -0.6 -2.3	99.7 -0.1 -1.7	99.7 0.0 -1.2	99.3 -0.5 -1.2	98.8 -0.5 -1.1	99.0 0.3 -0.7	98.9 -0.1 -0.8	98.9 0.0 -0.4	98.6 -0.3 -0.2	98.7 0.2 -0.3	98.8 0.1 -0.1
完全失業率	5.4	5.2	4.9	5.1	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.4

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2010年4-6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

国内景気は「二番底」を回避し再浮揚へ

- ▶ 輸出と景気対策効果の恩恵を受けて急回復を続けてきた日本経済に、変調が見られ始めている。生産予測調査に基づく試算では、2010 年 7-9 月期の鉱工業生産は 6 四半期ぶりに前期比で減少に転じる可能性が高い。円高進行の影響を受けた輸出の一時的な増勢鈍化と、景気対策効果の剥落あるいは反動によるところが大きい。成長率は 2010 年 1-3 月期をピークに、2011 年前半にかけて緩やかな低下傾向を辿ろう。
- ▶ エコカー購入補助制度は 2010 年 9 月末、エコポイント制度は 12 月末に終了する予定であり、共に個人消費の変動を増幅させる要因である。7-9 月期は自動車への駆け込み需要で個人消費は上振れ、10-12 月期は自動車の反動減をエコポイントの駆け込み需要がある程度相殺、2011 年 1-3 月期はエコポイントの反動減で下振れする可能性が高い。また 7-9 月期の個人消費は猛暑により押し上げられる可能性があるが(平均気温 1 度上昇で個人消費は約 0.2%増加と試算)、10-12 月期にはその効果が剥落しよう。
- ▶ 日本経済は「二番底」に陥ることは免れ、2011 年後半からは再び成長率を緩やかに高めよう。その背景は、第 1 に中国を中心としたアジアの強い需要が輸出の基調を支えること、第 2 に企業の「三つの過剰問題」改善を背景に輸出回復の恩恵が徐々に内需に広がること、である。一人当たり賃金は 3 月以降前年比で上昇傾向にあり、企業収益の回復が想定よりも早期に賃金上昇に結びつき、これが個人消費を支えている。「過剰雇用問題」の改善が背景にあろう。また「過剰設備問題」の改善を背景に、企業収益の回復は設備投資の緩やかな回復にも繋がっていると見られる。
- ▶ 足下で労働市場の回復傾向に一服感は見られるものの、今後も改善基調は続き、これが賃金を上昇させると共に、デフレ圧力を緩和方向へと導こう。2011 年下期には消費者物価(除く生鮮食品)は前年比でゼロ近辺に達するが、明確なプラス基調への転換は 2012 年末にずれ込もう。
- ▶ 成長鈍化と円高傾向などを背景に、当面は、日銀による追加緩和措置が実施される可能性が想定される。物価の上昇基調を確認した上で、日銀が政策金利引き上げを開始する時期は 2013 年 4-6 月期とみる。金融引き締め実施に慎重な政策姿勢が、金融市場の安定と景気回復を支えよう。

以上の議論を踏まえ、野村證券金融経済研究所は 2010 年度の実質 GDP 成長率を+1.9%、2011 年度は+1.4%、2012 年度は+2.2%と予想する。

(1) 変調をきたし始めた国内景気

4-6 月期の成長率は顕著に鈍化

2010 年 4-6 月期 GDP 統計(1 次速報値)で、実質 GDP は前期比年率+0.4%と前期の同+4.4%を大幅に下回り、昨年来の急速な景気回復が変調をきたし始めたことを印象付けた。特に実質個人消費が前期比+0.0%と横ばいにとどまったことは、景気の牽引役を果たしてきた経済政策効果の剥落を映している。さらにもう一つの牽引役である輸出についても今後その増勢が顕著に鈍り、日本経済は 2011 年前半にかけて成長率を緩やかに低下させる、「踊り場局面」入りが見込まれる。

7-9 月期の鉱工業生産は減少する可能性

当面の景気情勢を占う観点から、鉱工業生産統計にも注目したい。2010 年 6 月鉱工業生産(確報)は前月比-1.1%と予想外の大幅減少となった。この結果、4-6 月期の鉱工業生産は前期比+1.5%と、1-3 月期の同+7.0%から増加ペースを大きく低下させた。さらに 7 月製造工業生産予測調査の結果を見ると、7 月の生産予測指数は前月比-0.2% (8 月は同+2.0%) と、鉱工業生産の実績値と合わせて 2 カ月連続の下落が見込まれている。予測調査ベースの製造工業生産について 7・8 月見込みの平均値を 7-9 月期の試算値とし、これを 4-6 月期の製造工業生産実績値(予測調査ベース)と比較すると、7-9 月期の製造工業は前期比-1.4%となる(図表 1-1)。

上記の試算に用いた製造工業予測調査は、鉱工業生産活動を予測する際に有効と考えられる。2003 年 4-6 月期から 2010 年 4-6 月期の 29 四半期のうち、製造工業予測調査から算出された四半期増加率の符号が鉱工業生産の実績値と異なっていたケースは 1 回(2005 年 7-9 月期)しかない。この期間について前期比増加率の符号が一致する確率は単純計算で 96.6%となる。さらに鉱工業生産の前期増加率と上記計算による製造工業予測調査の製造工業の前期比増加率の相関係数(2003 年 4-6 月期から 2010 年 4-6 月期の 29 四半期)を算出すると、0.97 と非常に高い。この点を踏まえると、実際に 7-9 月期の鉱工業生産が 6 四半期振りに前期比で減少する可能性は比較的高いものと見込まれる。当社は同期の鉱工業生産を前期比-0.7%と予想している。なお、業種別予測調査の精度を踏まえると、同期は「鉄鋼業」、「輸送機械工業」で大幅減少、「一般機械工業」で大幅増加が見込まれる。

景気「二番底」の条件は輸出減少

弱めに振れた GDP 統計、鉱工業生産統計などを受けて、景気「二番底」への懸念が生じている。景気「二番底」とは、回復基調に転じた景気が短期間で再度調整局面に入ってしまう状況である。これは過去何度か発生しているが、比較的最近では第 2 次石油危機後の景気後退局面の後半(1981 年末～1983 年初め)とバブル崩壊直後の景気後退局面の最終段階(1993 年春～)の 2 回がある(図表 1-2)。双方ともに国内要因ではなく、実質輸出が減少に転じたことが契機となって引き起こされた。ちなみに前者では、米国景気が後退に転じたことで世界経済が同時不況に陥り日本の実質輸出が減少した。後者では、米国景気は「踊り場」にとどまったものの、円高・ドル安が進行したこと実質輸出は減少に転じている。

輸出はなお堅調

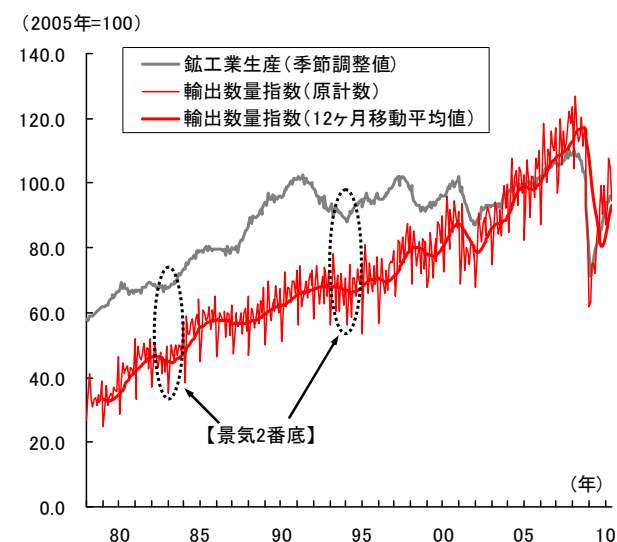
しかし現時点では、実質輸出が減少に転じる兆しは見られていない。輸出の先行指標と考えられる製造業PMI・輸出受注指数は2010年4月の「59.0」をピークに最新7月の「55.4」まで3カ月連続で低下しており、先行き輸出の増加ペース鈍化を示唆しているものの、なお高水準にとどまっている。

このように輸出を中心に需要側が比較的堅調である点を踏まえると、7-9月期の鉱工業生産が前期比で減少に転じて、それが景気「二番底」を明確に示唆するものとは言い難い。過去の経験では、鉱工業生産が2四半期連続で減少する際には多くの場合景気は後退局面にあるが、1四半期の減少は景気回復期でもしばしば生じ得る。7-9月期に予想される鉱工業生産の減少は、一時的かつ比較的軽微な在庫調整の側面が強いと考えられる。

(図表 1-1) 業種別鉱工業生産動向

	(前期比、%)				(予測調査に基づく試算値)
	(実績値)				
	2009年 7-9月期	10-12月期	2010年 1-3月期	4-6月期	7-9月期
鉱工業	5.3	5.9	7.0	3.2	-
製造工業	7.8	4.9	13.0	13.7	-1.4
鉄鋼業	21.6	8.7	15.9	-13.0	-7.1
非鉄金属工業	2.4	1.5	10.6	13.4	-6.3
金属製品工業	-0.9	1.7	8.2	-9.4	-1.2
一般機械工業	3.7	10.1	23.7	7.6	7.3
電気機械工業	5.8	0.4	10.6	-0.1	4.4
情報通信機械工業	2.4	0.2	17.5	4.2	-1.3
電子部品・デバイス工業	11.1	9.1	10.3	8.1	-4.2
輸送機械工業	16.4	8.2	17.7	-6.5	-6.0
化学工業	3.9	2.4	4.9	-1.7	4.1
紙・パルプ工業	-1.6	0.6	2.9	3.7	-0.9

(図表 1-2) 輸出・生産と景気「二番底」



(注)最新2010年7-9月期は7月製造工業生産予測調査の7月・8月見込みを用いた試算値。

(出所)経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

(出所)財務省、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

軽微な在庫調整局面に

そこで足下の在庫循環の動きに注目してみよう。出荷及び在庫の前年同期比増加率が在庫循環のどの局面に位置しているかを業種毎に見たのが図表1-3、1-4である。ここで比較しているのは、最新の2010年4-6月期と2007年7-9月期である。2007年7-9月期は前回の「景気の山」であった2007年10-12月期の前期にあたる。

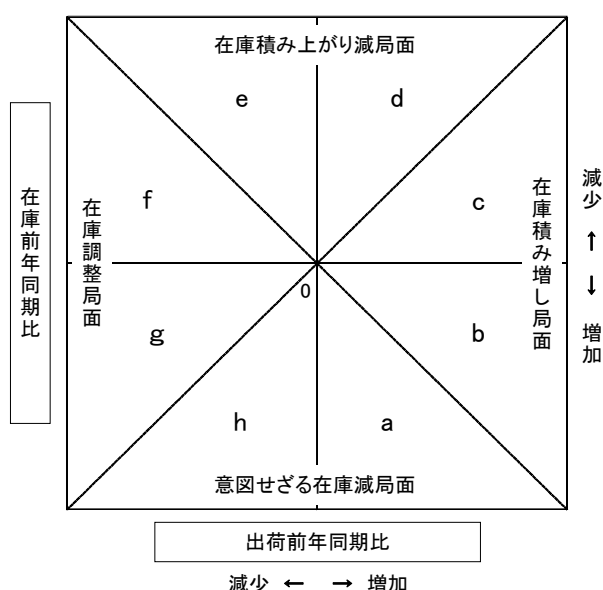
両者を比較すると、「在庫積み上がり局面」あるいは「在庫調整局面」にある業種は、鉱工業の内訳である全10業種のうち2007年7-9月期では6業種であったのに対して、2010年4-6月期については僅か1業種にとどまっている。業種別の在庫局面を考慮しても、2010年7-9月期に見込まれる生産減少が、景気「二番底」入りを示唆すると考えるのは早計であろう。

(図表 1-3) 主要業種別の在庫循環局面

	2007年 7-9月期	2010年 4-6月期
鉱工業	c	c
鉄鋼業	c	c
非鉄金属工業	d	c
金属製品工業	f	a
一般機械工業	d	b
電気機械工業	h	c
情報通信機械工業	b	d
電子部品・デバイス工業	d	c
輸送機械工業	d	c
化学工業	e	b
パルプ・紙・紙加工品工業	a	a

(注) 1. 表中のアルファベットは図表 1-4 の象限を示す。
 2. 2007 年 7-9 月期は「景気の山(暫定)」の 1 四半期前。
 3. 網掛け部分は「在庫積み上がり局面」及び「在庫調整局面」を示す。
 (出所) 経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 1-4) 在庫循環図



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

2011 年後半から景気は再浮揚へ

以上で議論した比較的軽微な在庫調整の発生、個人消費を中心とする経済政策効果の剥落及び反動に続き、円高進行の影響などを受けた輸出の一時的な鈍化などを受けて、日本経済は 2011 年前半にかけて緩やかな減速基調を辿ろう。

しかし、アジア向けを中心に輸出の基調は依然として強く、円高進行の影響が薄れれば輸出が再び増勢を取り戻すこと、輸出回復の恩恵が徐々に内需に波及し、内需持ち直し傾向が続くことが期待される。このため、成長率は 2011 年後半からは再び緩やかな上昇傾向に転じよう。

後に議論するように、足下では緩やかながらも国内設備投資は持ち直している。また、一人当たり賃金は 2010 年 3 月以降、前年比で上昇傾向を続けており、これが所得面から個人消費を支えている。輸出急回復に伴う企業収益の増加分を、企業は設備投資や賃金引上げに前向きに分配している。その背景には、バブル経済崩壊後に企業が抱え込んだ深刻な「三つの過剰」、即ち過剰債務、過剰設備、過剰雇用がかなり解消された状況にあることが挙げられよう。このため今次景気回復期では、外需から内需への波及が従来のデフレ期よりも円滑に進むことが期待されるのである。

(2) 輸出は減速局面入り、持ち直しは 2011 年後半以降

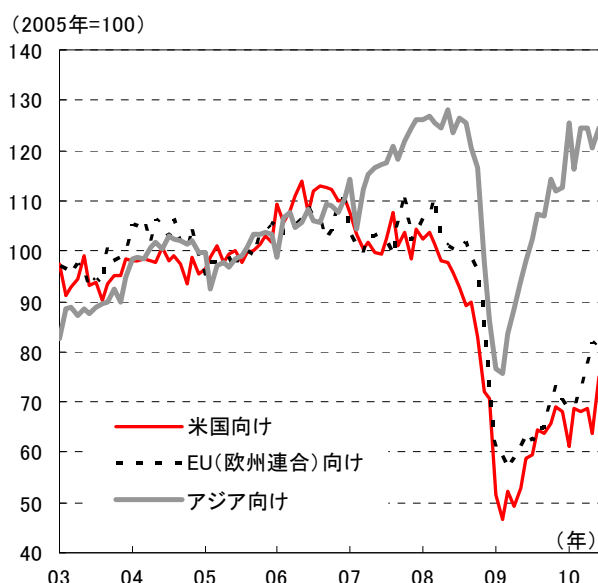
足下で好調に推移する 日本の輸出

4-6 月期 GDP 統計で実質輸出は前期比+5.9%と、1-3 月期の同+7.0%に引き続き高い増加率を記録した。同期には欧州財政問題を発端として金融市場の動揺が続いていたが、その影響は比較的軽微に留まり輸出は堅調を示したと言える。『貿易統計』（財務省）の 4-6 月期の地域別輸出数量指数（野村証券金融経済研究所による季節調整値）を見ると、EU 向け輸出は前期比+14.4%、米国向け輸出が同+4.7%とそれぞれ 2 四半期ぶりの上昇を記録している（図表 2-1）。一方、アジア向け輸出は前期比+0.9%と、5 四半期連続で上昇し、引き続き輸出全体を強く支えていることが示された。

7-9 月期以降、輸出は 減速の公算

ただし、<1>欧米を中心とした海外景気リバウンド傾向の一巡、<2>急速に進んだ円高の悪影響が徐々に顕在化することなどから、輸出には下振れリスクが高まっていると考えられる。実際に、PMI 輸出受注指数は 7 月に前期差-1.5 ポイントと、3 カ月連続での低下を記録している（図表 2-2）。同指数は実質輸出に 1 四半期程度先行する傾向があることから、7-9 月期以降の輸出は減速傾向を強めていく可能性が高い。

（図表 2-1）地域別輸出数量

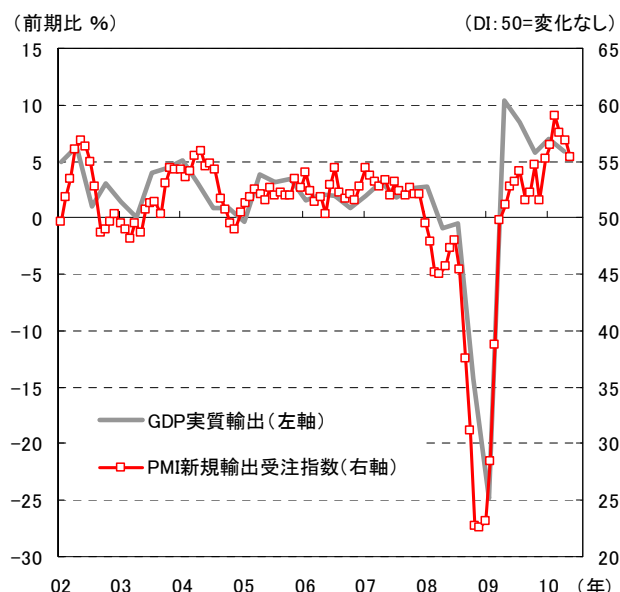


（注）1. 対 EU 輸出入は、2001 年 1 月以降は 27 カ国ベース、それ以前は 15 カ国ベースの前年比を用いて 27 カ国ベースの計数を過去に延長している。

2. 季節調整は野村証券金融経済研究所が独自に施している。

（出所）財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 2-2）実質輸出と PMI 輸出受注



（出所）内閣府、MarkitEconomics 社資料より野村証券金融経済研究所作成

先進国を中心としたリ バウンド局面の一巡

海外景気動向については、世界経済、特に先進国で金融危機後のリバウンド傾向が一巡することから、今後成長率を鈍化させていくと見込まれる。企業及び家計のバランスシート調整（債務削減）、財政赤字など金融危機の後遺症、加えて景気刺激策が剥落することで、先進国の景気回復力は抑制されることになろう。米国の実質 GDP 成長率は、2010 年（暦年、以下同様）の同+2.7%から 2011 年には同+2.3%へ減速、ユーロ圏では 2010 年の

同+1.4%から 2011 年には同+1.5%と伸び率を高めるものの、なお低成長が続くと予想する。

円高の悪影響が更に大きな下押し

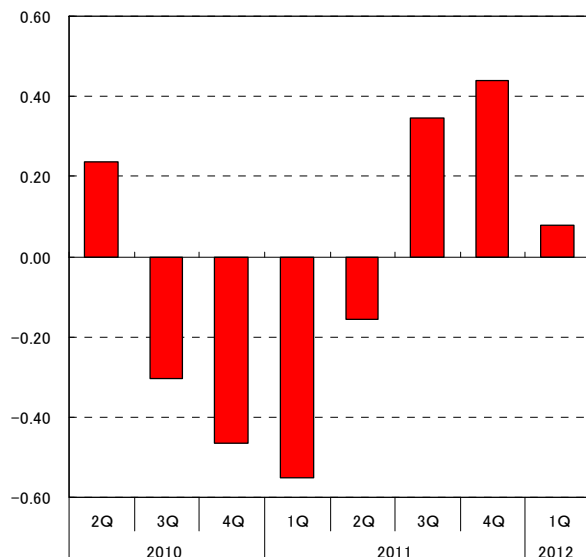
欧米を中心とした世界経済の減速と共に、当面の輸出の押し下げ要因となるのが円高の悪影響である。ドル円相場は日米金利差と高い連動性を有しているが、米国政策金利は 2012 年 1-3 月期まで据え置かれると見ており、我々は当面、円高圧力は継続すると見ている。2011 年 7-9 月までドル円レートは 85～90 円のレンジで推移し、円高の輸出押し下げ圧力は 2011 年 1-3 月期をピークに、2011 年 4-6 月期まで続くと見られる（図表 2-3）。

輸出が好調を取り戻すのは 2011 年後半以降

このように日本の輸出は、先進国経済の回復力の弱さ、円高の悪影響を受け、2011 年前半までは減速局面が続くと見られる。ただし、日本を除くアジアでは、好調な内需が牽引して力強い成長が続くと予想され、2011 年からの再加速が輸出持ち直しに寄与すると期待される（図表 2-4）。特に、投資と消費の活況が続く中国、経済の離陸段階に入ったインドはそれぞれ、2010 年に前年比+10.5%、同+8.8%、2011 年に同+9.8%、同+8.3%と、引き続き高成長軌道を辿り、2012 年には同+10.5%、同+8.6%と加速すると予想している。アジアを中心とした世界経済の成長率の加速と円高による悪影響の剥落が相まって、2011 年後半以降については、輸出は好調を取り戻す公算が大きい。

（図表 2-3） 輸出伸び率に対する円高の影響

（前期比伸び率に対する影響 %ポイント）



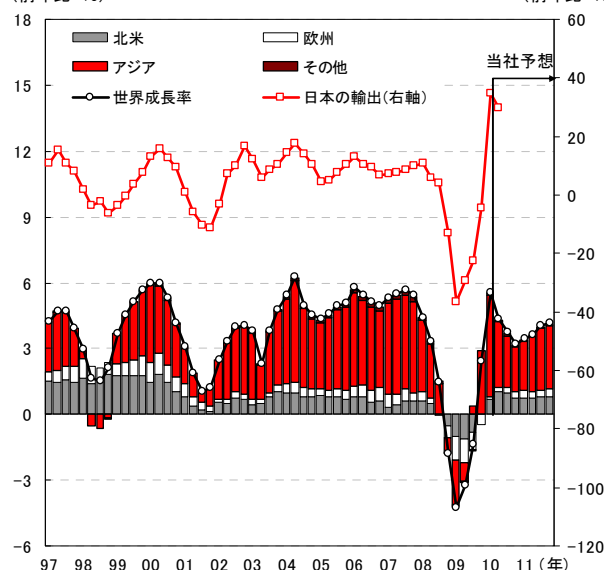
（注）内閣府短期日本経済マクロ計量モデルに基づく試算値。ドル円レートが、野村証券金融経済研究所の想定（2010 年 7-9 月期：90 円、10-12 月期：87.5 円、2011 年 1-3 月期～4-6 月期：85 円、2011 年 7-9 月期：87.5、2011 年 10-12 月期以降：90 円）に沿って推移した場合に、日本の実質輸出（前期比）に及ぼす影響を試算したもの。

（出所）各種資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 2-4） 世界成長率と実質輸出

（前年比 %）

（前年比 %）



（注）1. 世界成長率は各地域の成長率を日本からの輸出割合に基づいて加重平均したもの。

2. 北米は米国、カナダ。アジアは韓国、香港、シンガポール、台湾、オーストラリア、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。その他はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ロシア、トルコ、南アフリカ。

（出所）各種資料より野村証券金融経済研究所作成

(3) 政策動向に左右される個人消費

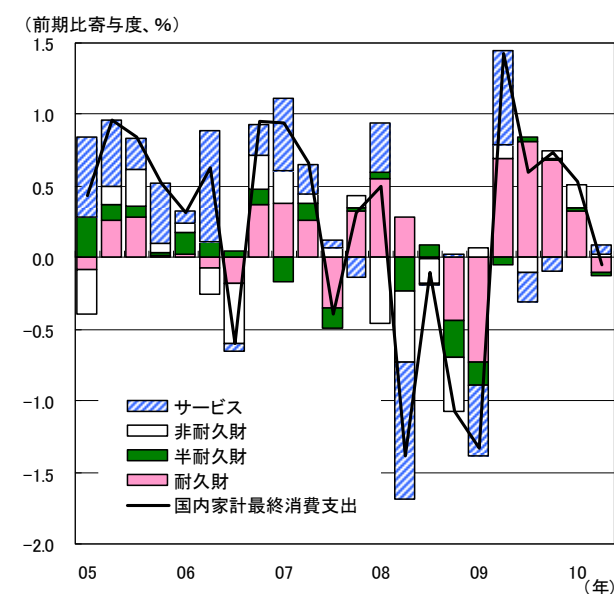
消費刺激策の効果減衰は予想通り

4-6 月期の実質民間最終消費支出は前期比+0.0%となり、1-3 月期の同+0.5%から大きく減速した。ただし、これまで堅調に推移してきた個人消費は、エコポイント制度やエコカー購入補助制度などの政策効果により押し上げられていた側面が強く、政策効果の減衰に伴って減速することは、広く予想されていたことである。国内家計最終消費支出を財・サービスに分けてみると、消費刺激策の対象となっている耐久財支出の前期比寄与度は-0.1%と、5 四半期振りにマイナスとなった（図表 3-1）。

政策要因は今後も個人消費の振れを現出

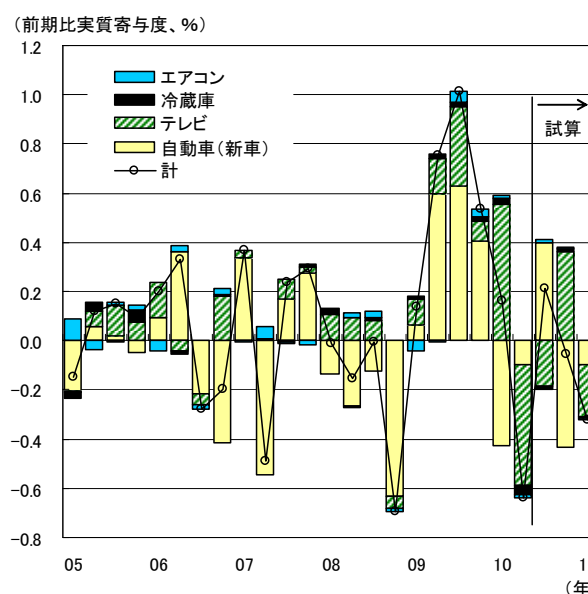
こうした政策要因は今後も個人消費の振れを増幅させることになろう。図表 3-2 では、一定の前提を置いて、今後想定される政策対象耐久財の支出変動を試算してみた（詳細は同図表の注を参照）。エコカー購入補助制度は2010 年 9 月末で終了する予定となっており、7-9 月期は制度終了前の駆け込み需要が見込まれる一方、10-12 月期はその反動で新車販売は減少するとみられる。現行のエコポイント制度の期限は2010 年 12 月末となっており、テレビは自動車から 1 四半期の遅れを伴って、同様の駆け込み需要及び反動減が現れることになろう。

（図表 3-1）財・サービス別消費寄与度



（出所）内閣府

（図表 3-2）エコ関連消費の家計消費に対する寄与度



（注）1. 二人以上の世帯。テレビは2009 年までは薄型テレビ、2010 年以降はすべてのテレビ。

2. 季節調整は野村證券金融経済研究所による。

3. 2010 年 7-9 月期以降は落とし処を探る目的による試算値。試算の前提は、自動車は2010 年 7-9 月期は駆け込み需要で前期比+10%、10-12 月期はその反動で同-10%、テレビは2010 年 10-12 月期に同+50%、2011 年 1-3 月期に同-20%。

（出所）総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

民主党政権の家計向け政策は、2010 年度の家計所得は増加させるが、2011 及び 2012 年度は追加的な政策変更がなければ小幅減少

では、民主党政権が実施予定の家計向け政策の効果はどの程度見込まれるのだろうか。図表 3-3 は、2010 年度以降に予定されている家計部門向けの政策により、家計所得がどの程度変化するかを試算したものである。2010 年度は、児童手当の廃止や扶養控除の縮小（1-3 月分）が家計所得を減少させる方向に働くものの、子ども手当の半額分支給や公立高校の実質無償化、農業の戸別所得補償により、合計では 2 兆円超の所得増となる見込みである。ただし、2011 年度及び 2012 年度に関しては、現時点で想定されている政策は、子ども手当創設と同時に決定された扶養控除の縮小などであり、追加的な政策変更がなければ、家計所得は小幅減少となる見込みである。

(図表 3-3) 家計部門向け政策による家計所得の増減額

(兆円)

2010年度		2011年度	
児童手当の廃止	-1.00	扶養控除の縮小(所得税)	-0.45
子ども手当半額	2.30	農業の戸別所得補償	0.24
公立高校の実質無償化	0.40	小計	-0.21
農業の戸別所得補償	0.56	2012年度	
扶養控除の縮小(所得税)	-0.15	扶養控除の縮小(住民税)	-0.33
小計	2.11	小計	-0.33
総計		総計	1.57

- (注) 1. 直接的に家計部門への所得移転となる政策についての予算や試算値。
 2. 扶養控除の縮小については、所得税は 2011 年 1 月分、住民税は 2012 年 6 月分所得より影響を受けると想定して計算。2011 年度の所得税分は 2010 年度からの変化分。
 3. 2011 年度の「農業の戸別所得補償」については、2010 年度からの増額分。
 (出所) 財務省資料等より野村證券金融経済研究所作成

定額給付金は 32.8% が消費へ回ったと想定

これらの所得増減の個人消費に与える影響を見たものが図表 3-4 である。ここでは、図表 3-3 に掲げた諸政策に加え、2009 年度に実施された定額給付金の効果も考慮している。定額給付金は 2009 年単年度実施であり、内閣府のアンケート調査（「定額給付金に関連した消費等に関する調査」2010 年 1 月公表）の結果から、給付金のうち 32.8% が消費に回ったと想定した。その他の政策については恒久的な政策と考え、内閣府のマクロ計量モデルにおける乗数を用いて計算している。

(図表 3-4) 家計部門向け政策による個人消費及び経済成長率押し上げ効果の試算

(%ポイント)

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
実質民間最終消費支出	0.23	-0.08	0.20	0.02
実質GDP	0.14	-0.04	0.15	-0.03

- (注) 定額給付金による効果は、内閣府の事後的アンケート調査の結果に基づき、32.8% が消費に回ったとして計算。その他の政策の効果は内閣府の短期日本経済マクロ計量モデルの乗数を用いて試算。
 (出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

定額給付金効果を加味すると、政策効果全体では 2010 年度は 0.08%の押し下げ

定額給付金は 2009 年度の個人消費を 0.23%ポイント押し上げたといわれる。2010 年度は民主党政権の新政策が実施されているが、定額給付金効果の剥落を加味すると、政策効果全体では 0.08%ポイントの押し下げとなった。もっとも、恒久的な政策の効果は徐々に現れることから、2011 年度には 0.20%ポイントの押し上げ効果が期待できる。

猛暑も個人消費の攪乱要因となる可能性

以上の政策効果に加えて、目先の個人消費の攪乱要因となるとみられるのが、7 月半ばより続いている猛暑の影響である。気象庁によれば、7 月の全国平均気温は平年より 1.42 度高くっており、この暑さは 2004 年以来である。気象庁の予報では、8 月も猛暑が続く可能性が高いとされている。

平均気温が 1 度上昇すれば、消費は約 0.2%増加する計算

一般的に猛暑は消費を活性化させる効果があると言われている。そこで、平均気温の上昇により個人消費がどの程度押し上げられるのか試算してみた。夏物関連消費が増えれば、それ以外の消費が抑制され、効果が相殺されるのではないかとの見方もあることから、ここでは夏物関連消費に加え、その他の消費についても同様の推計を試みた。推計の結果、夏物関連消費は平均気温（東京・大阪）が 1 度上がると 2.5%上昇し、その他の消費については平均気温要因は有意ではなく、消費代替効果は明確には確認されなかった（図表 3-5）。夏物関連消費は消費全体のおよそ 9%であるため、平均気温が 1 度上昇すれば、消費全体は約 0.2%増加することになる。ただし、7-9 月期の消費が押し上げられた後、10-12 月期はその押し上げ要因が剥落することになるため、10-12 月期の消費減速を演出する一因になり得るとも言えよう。

（図表 3-5）夏物関連消費とその他の消費の推計結果

	定数項	可処分所得	物価	平均気温	決定係数
夏物関連消費	-17.590 (-3.157)	2.075 (2.954)	0.054 (0.057)	0.025 (1.710)	0.709
その他の消費	4.011 (2.583)	0.777 (8.863)	-0.314 (-1.546)	-0.002 (-0.586)	0.813

- （注）1.夏物関連消費は、アイスクリーム・シャーベット、他の飲料、ビール、電気代、エアコン、被服及び履物。その他の消費はそれ以外の消費。家計調査における 2 人以上の勤労者世帯。
 2.消費及び可処分所得は実質値。
 3.物価はそれぞれの消費に対応する消費者物価指数。
 4.平均気温は東京と大阪の平均。
 5.すべて 7-8 月のデータ。
 6.括弧内はt値。
 7.推計期間は 1990～2009 年。
 （出所）総務省、気象庁資料より野村證券金融経済研究所作成

個人消費は、7-9 月期は上振れ、10-12 月期及び 2010 年 1-3 月期は下振れのリスク

以上のように、エコポイント制度及びエコカー購入補助制度などの消費刺激策、子ども手当などの民主党政権の家計向け政策、猛暑の影響などは、いずれも効果の現出及びその剥落によって、消費の上振れ・下振れ要因となり得る。それぞれの要因は逆向きに作用する期間もあるが、総合すれば、これらによって 7-9 月期の個人消費は上振れ、10-12 月期及び 2010 年 1-3 月期は下振れのリスクが高められると考えられよう。

2011 年後半以降、個人消費は、所得環境の好転に支えられて安定的な推移に

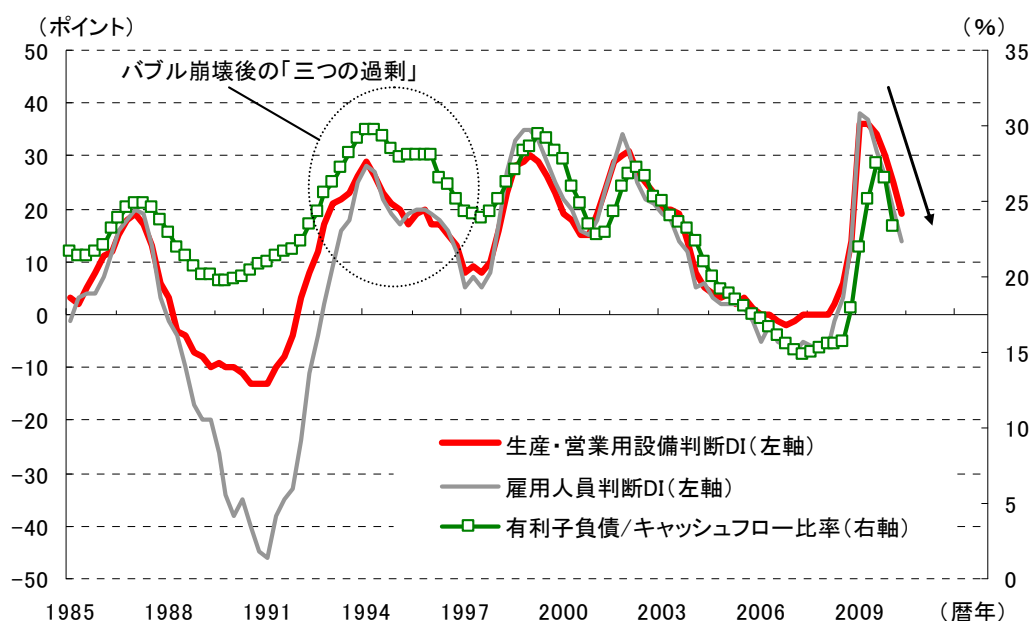
今後 1 年程度、個人消費は振幅を繰り返し、基調的な動きは読みづらい状況となろう。ただし後に見るように、消費変動の背景となる雇用環境は、足下では改善基調にもたつきが見られるものの、経済全体の回復に伴って徐々に改善していくと考えられる。個人消費は、2011 年後半からは、所得環境の好転に支えられて、安定的な推移を辿ることになろう。

(4) 緩やかな回復過程に入った設備投資

着実に進む「三つの過剰」の改善

今回の景気回復局面では、金融危機に際して積みあがった企業の「三つの過剰」（過剰設備・過剰雇用・過剰債務）が、速いペースで改善が続いている（図表 4-1）。これは、バブル崩壊後の企業が「三つの過剰」を迅速に解消できなかったことと対照的である。結果、企業は 2008 年の金融危機以前の姿に回帰しつつあると言えよう。

（図表 4-1）企業の「三つの過剰」の推移



（注）1. 全規模・製造業の計数を用いた。

2. 有利子負債は、長期借入金、短期借入金、社債の合計、キャッシュフローは経常利益×0.5に減価償却費を加えて算出した。

（出所）日本銀行、財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

雇用過剰感の緩和にもかかわらず雇用情勢は足下で悪化

企業の雇用過剰感の緩和が継続しているにもかかわらず、足下で雇用情勢の改善傾向に停滞感が見受けられる。ピーク時に 5.6%まで上昇した完全失業率は、景気持ち直しに伴って 2010 年 1 月には 4.9%まで低下した。しかし、その後は失業率の低下に歯止めがかかり、3 月からは 4 カ月連続で上昇、最新 6 月には 5.3%に達した（図表 4-2）。

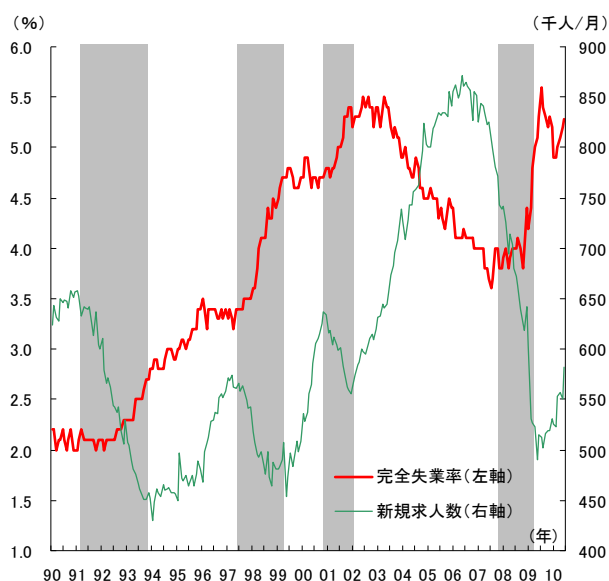
年明け以降、就業者数・雇用者数・失業者数は悪化

失業率が再度上昇したのは、就業者数、雇用者数、失業者数が年明けから悪化に転じたためである。6月の雇用者数は、失業率がピークをつけた2009年7月時点の5,443万人を下回る5,418万人という低水準にある。同様に369万人でピークをつけた失業者数も、2010年2月に321万人まで改善したのち、6月には347万人まで悪化した。

失業率の上昇は一時的なものに留まろう

ただし、理由別に失業者数の動向を確認すると、「非自発的な離職による失業者」は足下まで減少傾向が継続しており、企業による雇用削減には歯止めが掛かっていることを示唆している。事実、企業の雇用意欲を反映すると考えられる新規求人数は、4-6月期まで4四半期連続で増加した。足下の失業者数増加に寄与しているのは、転職活動等を理由とした「自発的な離職による失業者」と、非労働力人口から職探しのために労働市場に参入し、失業者に計上される人を含む「その他の失業者」である(図表4-3)。また新規求人数が増加する中で失業者数が増加していることから、労働の需要側(企業)と供給側(失業者)とでミスマッチが起きている可能性も考えられる。緩やかな景気回復が継続すると見込まれる点、企業の雇用過剰感が緩和を続けている点などを踏まえると、雇用情勢の改善基調は崩れておらず、足下の失業率上昇は一時的なものと考えられる。

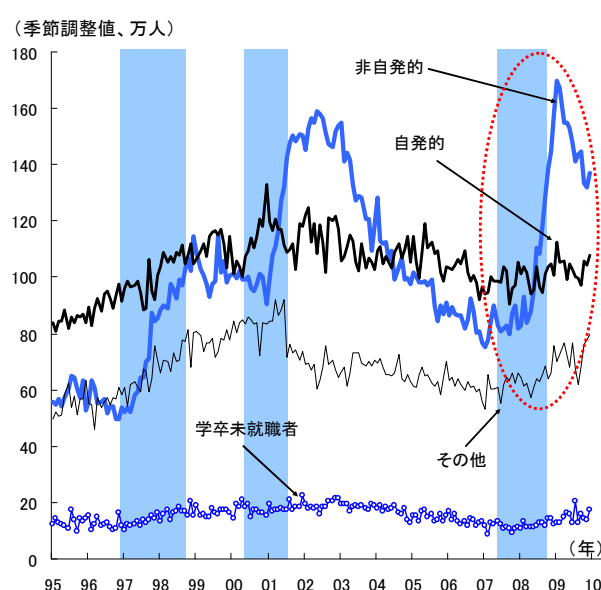
(図表 4-2) 雇用環境の推移



(注) 網掛け部分は内閣府景気基準日付に基づく景気後退期を示す。直近の景気基準日付は暫定日付。

(出所) 総務省、厚生労働省より野村證券金融経済研究所作成

(図表 4-3) 理由別失業者数の推移



(注) 季節調整は野村證券金融経済研究所による。

(出所) 総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

設備投資は回復局面へ

他方、景気回復と設備過剰感の緩和に従い、企業による設備投資は緩やかな回復局面に入ったと考える。景気回復を牽引してきた輸出や個人消費に比べ、設備投資は2四半期ほど回復に転じるのが遅れたものの、2009年10-12月期以降、3四半期連続で増加している。先行指標とされるコア機械受注(船舶・電力除く民需)も3四半期連続で回復が継続し、機械メーカーによる受注見通しでは7-9月期も受注増(コア機械受注)が見込まれていることから、設備投資の回復継続が期待される。

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。

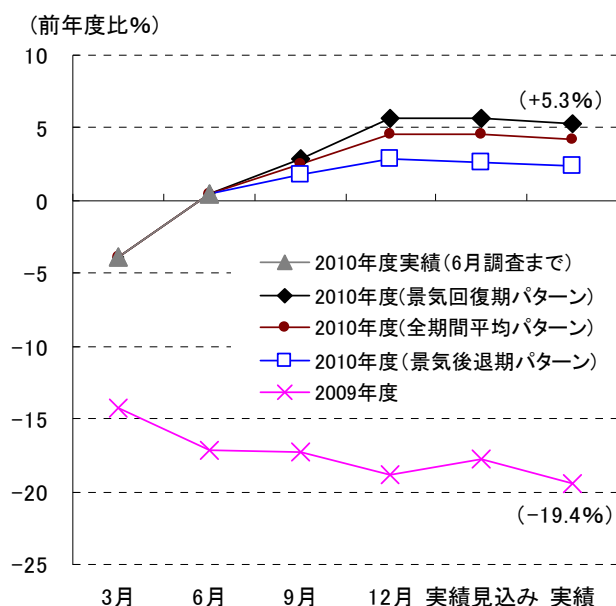
緩慢な回復に留まる設備投資

ただし、設備投資の回復ペースは輸出や個人消費に比べて緩慢である。設備投資は 09 年 10-12 月期以降回復を続けているが、伸び率は前期比+1.1%、同+0.6%、同+0.5%と小幅である（GDP ベース）。金融危機後のボトムからの回復の進捗度は、設備投資が 8.7%と、実質 GDP：50.9%、個人消費：107.4%、輸出：78.3%と比べて際立って小さい（進捗度は、各需要項目について 2007 年 10-12 月期から 2008 年 7-9 月期までの平均を金融危機以前の水準とし、それ以降で最小の値をボトム、直近 2010 年 4-6 月期の値を最新値として用いた。計算式は（最新値-ボトム）/（金融危機以前の水準-ボトム）×100）。

2010 年度の設備投資は前年度比+5.3%の伸びが期待される

今後、輸出や個人消費の伸び鈍化が見込まれる中で、設備投資がどの程度回復するかが景気の回復速度に影響しよう。そこで、『日銀短観』（6 月調査）を用いて 2010 年度の設備投資の先行きを推計した。推計に当たっては、『日銀短観』における設備投資計画の修正パターンを利用した。『日銀短観』は調査毎に集計値が修正されていくが、修正は調査時点の景気情勢によって一定のパターンが認められる。図表 4-4 には、過去における修正パターンを景気局面別に集計し、2010 年度の設備投資の推計値を示した。今後も景気回復が継続すると想定した場合、2010 年度の設備投資は（日銀短観の調査ベースで）前年度比+5.3%の増加が期待される。

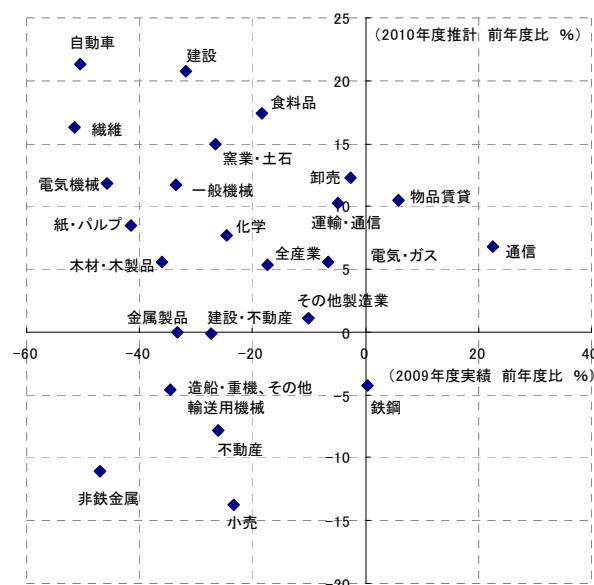
（図表 4-4）修正パターンによる設備投資の推計



（注）『短観』（日本銀行）ベース。いずれも土地投資を含み、ソフトウェア投資を除くベース。資本金 2 千万円以上の全規模が対象。

（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 4-5）業種別・2010 年度設備投資推計値



（注）1.『短観』（日本銀行）ベース。いずれも土地投資を含み、ソフトウェア投資を除くベース。資本金 2 千万円以上の全規模が対象。

2.2010 年度実績推計値は、「中位パターン」（過去の景気拡張局面における設備投資計画の修正パターンと後退局面におけるパターンの平均）を反映させて計算した。ただし、調査期間が長く、修正パターンを抽出できる業種のみ推計した。

3.対象企業の見直しが行われ、2006 年 12 月調査から段差が生じているため、寄与度分解では伸び率の調整を行っている。

4.はん用・生産用・業務用機械は 2009 年度 12 月調査までは旧・一般機械の系列に接続している

（出所）日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

輸出回復の恩恵を受けた加工業種の設備投資に注目

同様の推計を業種別に行うと、自動車(前年度比+21.3%)、建設(同+20.8%)、食料品(同+17.4%)、繊維(同+16.2%)、窯業・土石(同+15.0%)、電気機械(同+11.8%)、一般機械(同+11.7%)といった業種で設備投資の回復が示唆される。特に今後は、自動車、電気機械、一般機械など、輸出回復の恩恵を受けた加工業種がどれだけ設備投資を活発化させるかが注目される。

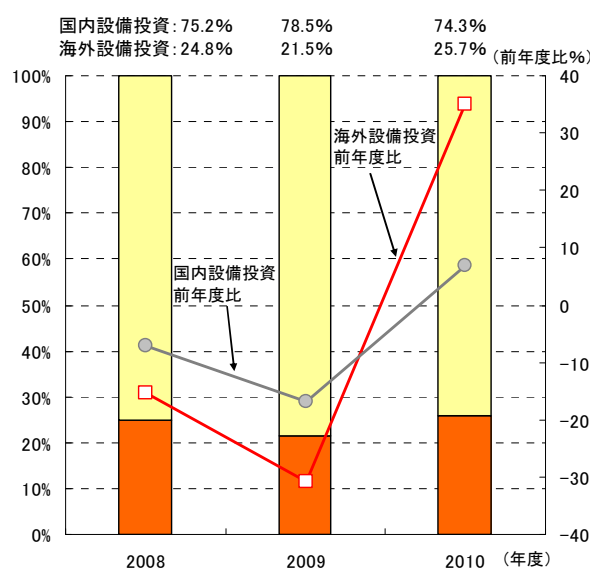
海外向け設備投資は国内設備投資を抑制するか

国内設備投資の回復に対するリスクとして、海外への設備投資シフトがしばしば指摘される。確かに、日本政策投資銀行(DBJ)『全国設備投資計画調査』によれば、2010年度の海外における設備投資額は前年度比+35.1%と大幅な伸びが計画されている。しかし、我々は海外向け設備投資が国内向け設備投資を大きく抑制するとの考え方には懐疑的である。

海外向け設備投資は大企業が9割を占める

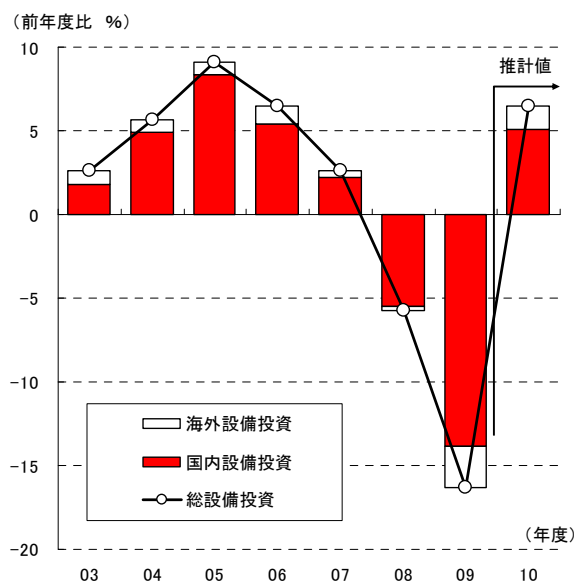
海外における設備投資は、その90%以上が資本金10億円を超える本国企業とその現地法人によって行われている。ゆえに、海外における設備投資動向は、大企業による国内・海外の設備投資動向を確認すればほぼ把握出来る。そこで大企業における設備投資の国内/海外比率をみると、2008年度実績で国内が約75%、海外が約25%となっている(図表4-6)。

(図表 4-6) 大企業の設備投資 国内/海外比率



(注) 1.棒グラフは大企業ベースの設備投資のうち、国内向けと海外向けのシェアを表したものの。
2.折れ線グラフは、大企業の国内/海外向け設備投資の前年度比。
(出所) 経済産業省、日本政策投資銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 4-7) 日本企業の総設備投資の要因分解



(注) 1.国内設備投資は『短観』、海外設備投資は『海外現地法人四半期調査』の値。両者の合計を総設備投資とした。
2.2010年度の国内設備投資は『短観』(2010年6月調査)の企業見通しの修正パターンを利用した推計から導いた。
(出所) 日本銀行、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

2010年度の海外投資急伸は危機以前への帰りに過ぎない

この実績値をもとに、DBJ『全国設備投資計画調査』で示された大企業の設備投資実績・計画を用いて、2009年度実績、2010年度計画での元で設備投資の国内/海外比率がどのように変化するかを見たのが図表4-6である。確かに海外向け設備投資は2010年にかけて大きな伸びを示している(折れ線グラフ)。しかし、結果として現れる設備投資の国内/海外比率は2008

年度とほぼ同じであり、2010年度における海外向け設備投資の大幅な伸びは、むしろ金融危機以前の設備投資構造への回帰としてみるほうが適切であろう。図表4-7は総設備投資を国内外別に要因分解したものである。2010年度には海外向け設備投資の寄与度が従来に比べ大きくなることを見込まれるものの、総設備投資全体の回復を牽引しているのは国内向け設備投資であることが示されている。海外における設備投資拡大が国内の設備投資の大きな抑制要因になるとは考えづらい。

(5) デフレ脱却は12年末

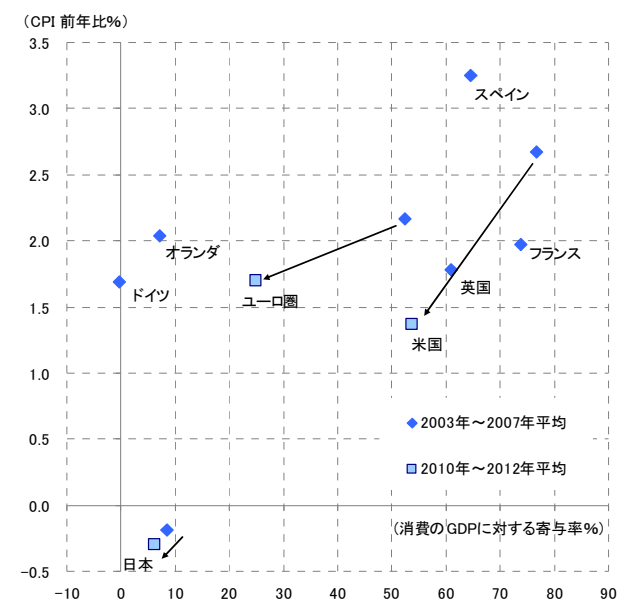
日本経済に対する悲観論を助長するデフレ

根強いデフレが、日本経済に対する悲観的な見方を助長している。CPIの平均変化率を先進国間で比較すると、世界的な景気回復が続いた2003年～2007年の間、日本のみがデフレに陥っていた。CPI変化率の高低は消費のGDP成長率に対する寄与率の高低に概ね対応していることから、消費の旺盛な国ほどインフレ率が高かったことがわかる。日本は、前回の景気回復局面で成長を輸出に強く依存する一方、その恩恵が家計部門に及ぶ力は限られていたため、デフレから脱却しにくい状況が続いてきた。

今後、先進国間のインフレ率格差は縮小

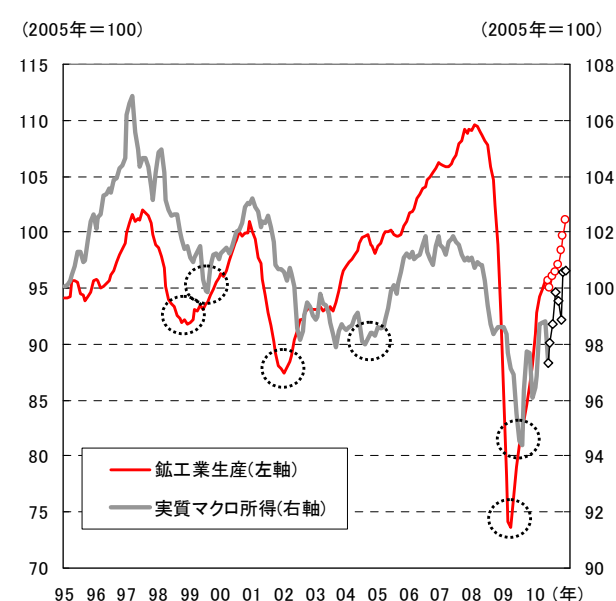
しかし、今後は先進国間のインフレ率格差が縮まることによって、日本経済が特別に悲観的な見方をされる状況は変わることが予想される。前回の世界的な景気回復局面において家計が住宅ブームを背景に支出を高めてきた国々では、住宅ブームが崩壊したことに伴う負債の圧縮圧力によって、家計が支出を抑制する状態が続く結果、インフレ率が低下しやすくなることが見込まれる。他方で、住宅ブームを経験しなかった日本では、デフレがさらに深刻化していく事態は考えにくい（図表5-1）。

（図表5-1）消費の強さとCPIの関係



（出所）ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

（図表5-2）鉱工業生産とマクロ所得の推移



（注）2010年7-9月期以降は、当社予想。白抜きで示した。

（出所）経済産業省、厚生労働省、総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

早期に改善基調へ転じたマクロ所得

加えて、今回の景気回復局面では、消費の基調を左右するマクロ所得が回復するタイミングが予想以上に早い点も見逃せない。生産が底を打ってからマクロ所得が上昇するまでに要した期間は、前回の景気回復局面で 3 年程度であったのに対し、今回は 1 年程度であった（図表 5-2）。足下では雇用環境の改善に一服感が見られるものの、今後もマクロ所得は改善基調を辿り、デフレ圧力を緩和していくと見られる。

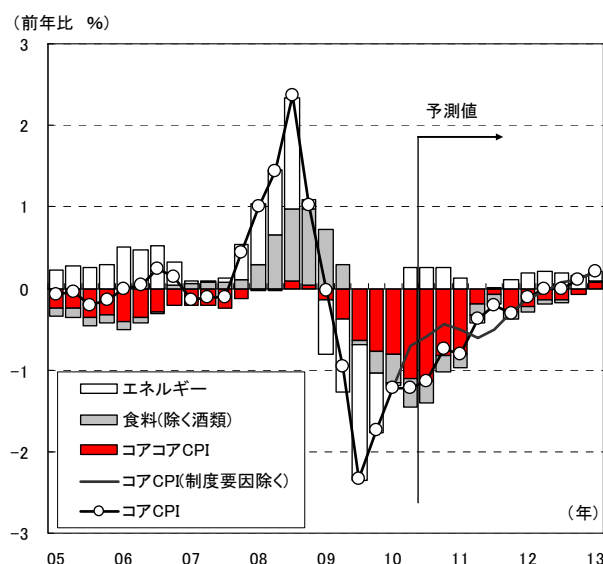
デフレ脱却時期を左右するエネルギー価格

ただし、需給改善がデフレ圧力を緩和する傾向はここにきて極めて緩やかなものに留まっている。国内需給に左右されやすいと考えられる CPI の基調部分は、11 年度や 12 年度の大半も CPI を押し下げる要因となると予想される（図表 5-3）。この結果、コア CPI の前年比プラス化で見るデフレ脱却の時期は、国際商品市況に連動しやすい食料やエネルギーの価格によって大きく左右されよう。

デフレ脱却は 12 年末

近年では新興国経済が国際商品市況動向に与える影響を強めている。新興国の成長率と CPI の内訳の推移を比較すると、コアコア CPI では連動性が低いのにに対し、食料及びエネルギーは類似した動きをしていることがわかる（図表 5-4）。輸出だけでなく物価も、食料及びエネルギーを通じて新興国経済からの影響を受けやすくなっていることが示唆される。今後は、新興国経済の堅調を受けて国際商品市況が上昇傾向を辿ることを背景に、食料及びエネルギー価格は上昇傾向を鮮明にしていくと予想される。コア CPI の前年比プラス化で見るデフレ脱却の時期は、12 年末と予想する。

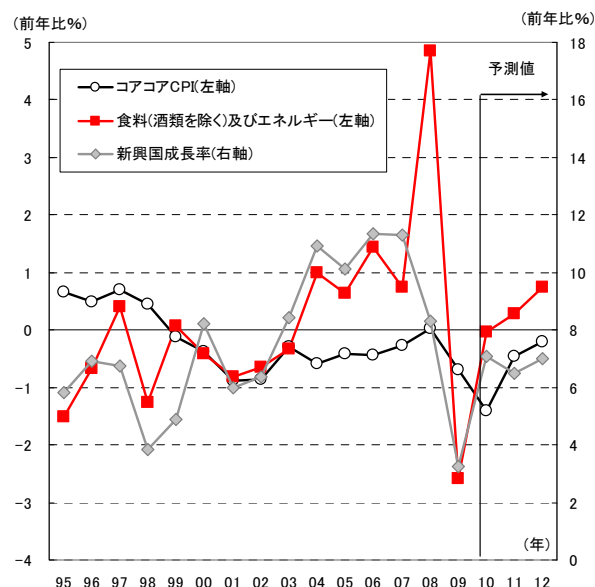
（図表 5-3）コア CPI の予測



（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。
2. 予測の前提は、10 年度、11 年度について WTI が 82.0 ドル/バレル、89.0 ドル/バレル、94.0 ドル/バレル、円ドルレートが 88.0 円/ドル、88.0 円/ドル、90.0 円/ドル。2010 年 4 月以降、公立高校授業料の無償化、私立高校授業料の減額、診療報酬の引き上げが行われると想定。2010 年 6 月以降、一部高速道路無料化が行われると想定。2010 年 10 月以降、たばこ税の引き上げが行われると想定。

（出所）総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 5-4）新興国の成長率と CPI の推移



（出所）国際通貨基金（IMF）、総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(6) 追加金融緩和の選択肢

円高・株安の進行を受けて、追加金融緩和期待が高まっている

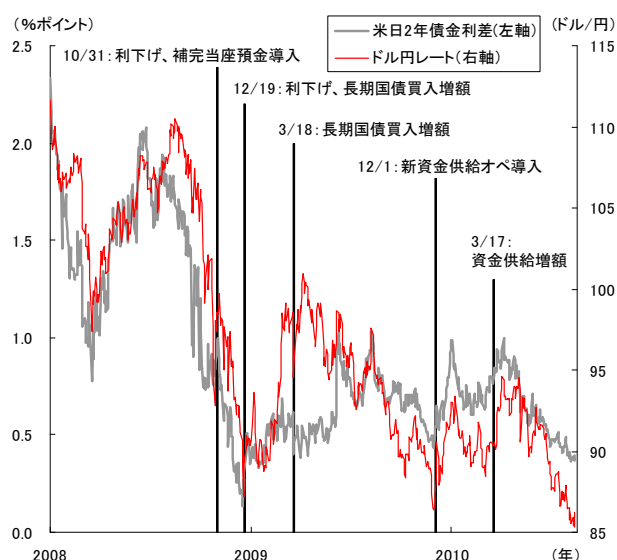
円高・株安の進展を受けて、市場では再び追加金融緩和期待が高まっている。先進国を中心に景気の先行き不透明感が高まっている中、日銀は8月9・10日の金融政策決定会合で追加金融緩和措置の実施を見送った。一方、10日、米連邦準備制度理事会（FRB）は財務省証券の買い増し策再開を決定し、「出口戦略」を修正した。これを受けて円高・ドル安傾向が強まり、円の対米ドル相場は11日の海外市場で一時84円70銭台と15年ぶりの高水準に達し、日経平均株価は9,000円台前半まで下落した。経済・金融市場情勢は日銀が新資金供給オペを導入した昨年末の状況に酷似してきていることが、市場の追加金融緩和期待を醸成している（図表6-1）。

我々は、次回（9月6・7日）の金融政策決定会合で追加緩和策が実施される可能性が高いと予想しているものの、金融市場の情勢や政府から圧力次第では、回次の定例会合を待たず臨時会合での政策実施も想定される。

日銀が取り得る緩和策とは

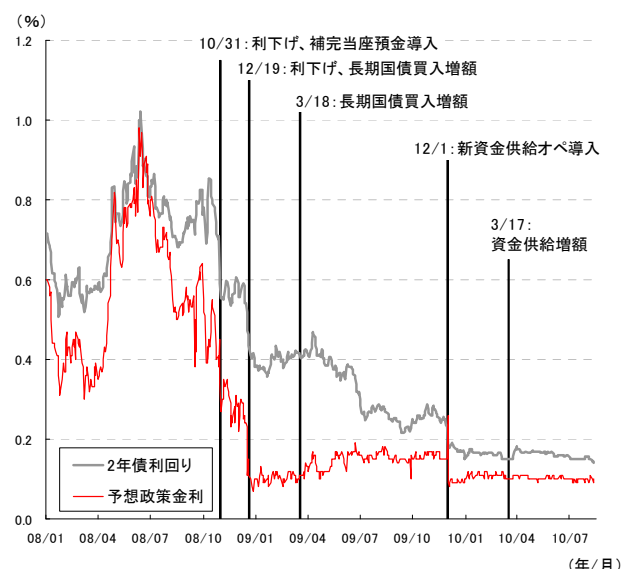
ただし、追加金融緩和によって、現在の円高圧力を大幅に軽減させることは困難であろう。「日本型デフレ」に陥ることを懸念しているFRBは、量的緩和の拡充など今後も緩和策を積極化させる可能性が高い。一方で、日銀は基本的に追加緩和に対して慎重な姿勢を維持しており、金融市場の金利低下見通しへの影響力の点では米国に及ばない。結果として日銀は、引き続き金融市場と政府からの緩和要請に晒され、更なる緩和措置の実施を迫られる可能性がある。ここでは、追加緩和政策の選択肢として日銀にどのような選択肢があるのかを検証したい。

（図表 6-1）米日金利差、ドル円相場と日銀の政策対応



（注）金利差は米国－日本。
（出所）日本銀行資料、ブルームバーグより野村證券金融経済研究所作成

（図表 6-2）日銀の政策変更と市場金利



（注）予想政策金利はオーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS)市場が織り込む1年後の予想。
（出所）日本銀行資料、ブルームバーグより野村證券金融経済研究所作成

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

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

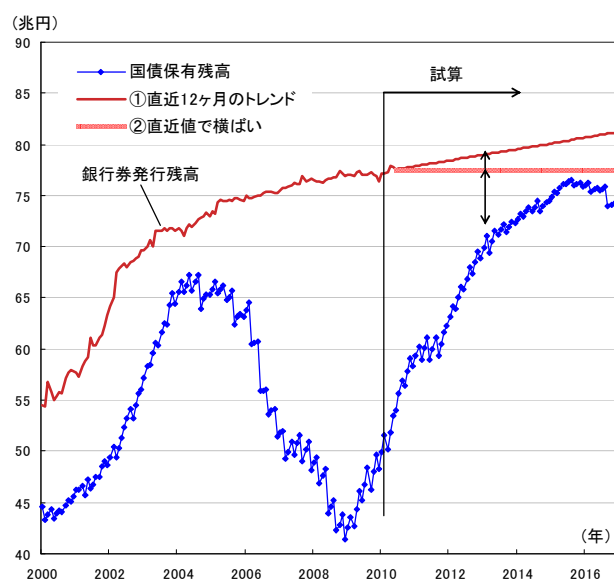
円高圧力の緩和のためには、金利低下を促すことが肝要

ドル円相場は、金融危機発生以降も米日金利差と非常に高い連動性を有している（図表 6-1）。このため、円高圧力の緩和を促すためには、市場の金利低下、あるいは政策金利見通しの下方修正を喚起することが肝要である。金融危機後に講じられた措置を参考にすると、政策金利の引き下げ、長期国債買入オペの増額、新資金供給オペの導入が挙げられる（図表 6-2）。もちろん、金融政策の変更は直接金利低下につながらなくても、アナウンスメント効果を通じて為替市場に影響を与える可能性がある。実際、09 年 3 月 18 日に実施された長期国債買入増額は、市場の利下げ期待に働きかけた様子は窺えないが、為替市場は円安で反応している。

利下げ実施の可能性は非常に限定的

第 1 に、政策金利の引き下げであるが、現時点でその実現可能性は低いだろう。既に政策金利はゼロ金利に近い状況にある上、日銀は 8 月の決定会合でも「景気は緩やかに回復しつつある」との評価を維持している。再度利下げが検討されるためには、少なくとも日銀の景況判断が大幅に下方修正され、景気の「二番底」が明確に視野に入ることが条件となろう。4-6 月期の GDP 統計の結果は、日銀の景気見通しにとって下方修正要因となろうが、景気「二番底」を意識させる程ではないとみられる。

（図表 6-3） 長期国債保有残高と
銀行券発行残高の推移



（注）新規買入国債の想定残存期間、想定購入比率は、2009 年の買入額増額時の買入割合、2009 年の平均残存期間（3.9 年）を元に設定。
（出所）日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 6-4） 想定される追加金融緩和策のオプション

政策オプション	備考
従来型政策の拡充	
固定金利型資金供給オペの増額・長期化	比較的調整余地があり、実現可能性は高い。ただし、追加緩和効果は限定的。
長期国債買入増額	日銀は銀行券ルールへの抵触、財政再建意欲の後退等を懸念。市場への影響は大きいと思われるが、将来的に問題を残す可能性がある。
補完当座預金制度の廃止	両政策は、同時に導入される必要がある。日銀内には、短期金融市場の機能低下を懸念する声も。
過去に実施した政策の再導入	
量的緩和政策	カウンターパーティーリスク（取引相手の債務不履行リスク）が低く、信用創造機能が低下している現状では、政策効果に疑問が。
時間軸政策	市場が長期にわたる金利据え置きを織り込んでいる現状下では、短期的には効果が見込み難い。
為替介入資金の非不始化	為替介入が実施されれば、実施は容易。為替介入は市場への影響力も大きい。介入権限は政府にある。
新たな政策の導入	
インフレターゲット政策	否定的な見解の審議委員が多い。具体的な政策対応が不透明。
その他	審議委員の間では、成長基盤強化に資する貸出債権の CDO（債務担保証券）を担保として認める案などが挙がっている。

（出所）野村證券金融経済研究所作成

長期国債買入増額もハードルは高い

第 2 に、長期国債買入オペの増額も従来に比べてハードルが高くなっている。長期国債の買入に関して日銀は、1) 金融市場調節の円滑化のため資産と負債のデュレーション（債券投資の平均回収期間）をマッチングさせる、2) 国債価格の買支えや財政ファイナンス（補てん）を目的とするものではないことを明確にする、との観点から、長期国債の保有残高を銀行券発行残高以下に抑制する、いわゆる「銀行券ルール」を採用している。2010 年度の新規買入国債の平均残存期間が 2009 年度と同様になるよう一定の

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。

前提を置いた上で、国債保有残高を試算すると、今後仮に銀行券の発行残高が横ばいで推移した場合、2015 年半ば前後には銀行券ルールに抵触する可能性があるとの結果となった（図表 6-3）。このことは、従来に比べて国債買入増額のハードルが上がっていることを示唆している。このため、日銀が長期国債の買入額を増額する場合には、買入区分を細分化し期近物に限定する、「銀行券ルール」を撤廃するなどの措置が必要であり、追加緩和策の 1 番手となる可能性は低いと考えられる。

資金供給オペの増額・長期化は柔軟に対応可能

第 3 は、2009 年 12 月に導入した資金供給オペの増額・貸付期間の長期化である。同オペは、共通担保オペの一種として位置づけることができ、他のオペレーションと比べて柔軟性が高いと考えられる。仮に資金供給額を増額（現行 20 兆円）、あるいは貸付期間を 6 カ月程度に長期化した場合でも、日銀にとっては通常の共通担保オペの期間を調整することで、比較的調節が容易であることが利点であろう。

他の選択肢もあるが

もちろん、既述した以外にも選択肢はあろう（図表 6-4）。具体的には、前回のデフレ局面で実施した「量的緩和政策」や「時間軸」強化、更には「インフレターゲット政策」を上げることができる。ただし、両者ともに日銀内では否定的な意見が多く、実現可能性の点で不透明感が高いと言わざるを得ない。図表 6-4 のうち、実際に日銀政策委員が言及しているものは、「その他」と整理した成長基盤強化オペの拡充だけである。

最も可能性が高いのは資金供給オペの増額・長期化

以上の諸点を勘案すると、現時点で日銀の追加金融緩和策として最も可能性が高いのは、資金供給オペの増額・貸付期間の長期化であろう。もっとも、この程度の緩和措置では、円高を抑え込み、金融市場の安定を回復させる決定打とはなり難いだろう。日銀は年内にも更に追加緩和を迫られる可能性があるだろう。日銀が金融市場の安定化に向けて断続的に緩和措置を講じ、長期間にわたって金融緩和策を継続することで、結果として景気の下振れリスクの緩和・安定化に寄与すると考えられる。

利上げ見通しは 2013 年 4-6 月期と 1 年後ずれ

政策金利の引き上げ時期も、従来に比べ大幅に後ずれせざるをえないであろう。これまで我々は、コア CPI の前年比がプラスに転じる時期を 2011 年半ば、日銀の利上げ時期を 2012 年 4-6 月期と予想してきた。既述したように、今回の見通し改定でデフレ脱却時期を 12 年末へと修正したことに伴って、利上げ時期を 2013 年 4-6 月期へと 1 年後ずれさせた。

(7) 財政再建への陰しい道のり

財政政策は引き締め
方向にあるが・・・

財政政策は金融危機下での拡大から一転して、引き締めの方
向に向かって
いる。政府は 6 月 22 日に財政健全化の道筋を示す「財政運営戦略」を閣議決定している。また、7 月 27 日に閣議決定された 2011 年度予算の概算要求基準では、「財政運営戦略」に基づき、国債利払い費を除く歳出規模を 10 年度と同じ約 71 兆円を上限にし、新規国債発行額も 10 年度の 44.3 兆円以下にするよう「全力をあげる」としている。ただし、この「歳出規模

71 兆円」と「国債発行額 44.3 兆円以下」という目標の達成は簡単ではない。

「歳出規模 71 兆円」
ためにはマニフェスト
に盛り込まれた政策支
出削減が必要

2011 年度の概算要求基準では、一般歳出を全省庁一律（マニフェスト主要政策など削減が難しい経費と社会保障関係費を除く）で一割削減し、それにより確保された財源（2.4 兆円程度）を社会保障費の自然増 1.3 兆円と 1 兆円超の「元気な日本復活特別枠」に充当することが予定されている（図表 7-1）。この特別枠は、政策コンテストを行った上で、マニフェスト（政権公約）や成長戦略で示された政策の実行に使われる。しかし、2011 年度分マニフェスト政策を完全実施するには 5.5 兆円の追加財源が必要となる。2010 年度にもガソリン税などの暫定税率の廃止が見送られるなど、一部マニフェストの修正が行われたが、「歳出規模 71 兆円」を達成するためには、2011 年度についても子ども手当を中心に修正に迫られる可能性は高いだろう（図表 7-2）。

（図表 7-1）2011 年度概算要求基準の枠組み

元気な日本復活特別枠	
【政策コンテスト】各省の説明一外部意見を踏まえ首相が決定 【努力評価】予算削減、租税特別措置、規制改革の取り組みを考慮	
一般歳出 + 地方交付税 71 兆円程度	マニフェストなど削減が難しい経費：2兆円程度
公共事業、教育、防衛など 26兆円程度	1兆円超の特別枠
社会保障関係費 27.3兆円	公共事業、教育、防衛など 22兆円程度
地方交付税 17.5兆円	社会保障関係費 28.6兆円 (自然増1.3兆円を容認)
国債費 20.6兆円	地方交付税 17.5兆円程度 (税収とあわせて 同水準を確保)
2010年度予算 92.3兆円	2011年度予算 92兆円程度(見込み)

（出所）各種資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 7-2）民主党マニフェスト政策と 10・11 年度予算

	2010年度予算案		2011年度予算案	
	2009年 衆院選マニフェスト (当初想定)	当初予算	2009年 衆院選マニフェスト (当初想定)	(報道等の観測記事)
子ども手当 年額31.2万円の子ども手当	2.7	1.7 地方の負担増	2.8	一定金額の上積み、 保育所定員増など現 物サービスによる代替 も検討
公立高校の実質無償化 私立高校生にも相当額助成	0.5	0.4	0.0	継続
年金制度の改革 年金記録問題への対応、新たな年 金制度の創設	0.2	0.1	0.0	年金通帳などの仕組 みづくり
医療・介護の再生 医師不足の解消、新型インフルエン ザ対策等、介護労働者の待遇改善	-	-	1.2	-
農業の戸別所得補償 販売農業を対象に所得を補償	-	0.6 制度設計 土地改良事業費の削 減等に対する措置	1.0	本格実施のため追加 予算4000億円程度
暫定税率の廃止 暫定税率の廃止・減税	2.5	0.2 自動車重量税以外は 維持	0.0	継続して取り組むこと を示唆。
高速道路の無料化 原則として、高速道路を無料化	-	0.1 段階実施 社会実験に向けた措置	-	200億円程度の上積 みの可能性
雇用対策 雇用保険を非正規労働者に拡大適 用、求職者支援等	0.3	0.02 失業給付等の国庫負 担は2次補正予算にて 3500億円増額	0.5	-
後期高齢者医療制度廃止、大学奨 学金拡充、最低賃金引き上げ、 中小企業支援など	-	-	-	-
追加支出合計(兆円)	7.1	3.1	5.5	-
対名目GDP比(%)	1.5	0.7	1.2	-

（出所）財務省、民主党ウェブサイト、各種報道資料より野村證券金融経済研究所作成

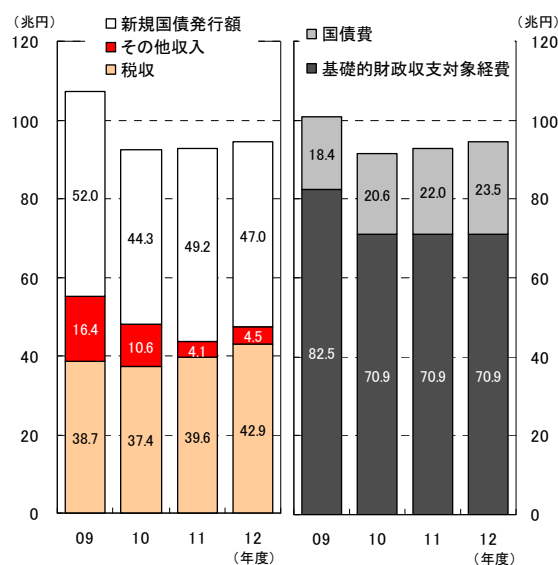
国債発行額 44.3 兆円
のために欠かせない
「埋蔵金」

また、「国債発行額 44.3 兆円以下」についても、達成へのハードルは決して低くない。内閣府より 6 月 22 日に公表された「経済財政の中長期試算」を見ると、景気が堅調に推移するという前提を基にした分析（成長戦略シナリオ、2011 年度実質 GDP 成長率見通し：前年度比+2.0%）でも、2011 年度は新規国債発行額が 49.2 兆円と 2010 年度の 44.3 兆円を大きく上回ると試算されている（図表 7-3）。

上振れ要因は、主に<1>国債費（利払い費用）が例年より多く見積もられている、<2>特別会計の積立金等（いわゆる埋蔵金）の利用を見込んでいないため、その他税収が急減する形になっている、という 2 点である。国債費については、金利低下の恩恵から 2011 年度予算作成段階において 2

兆円程度下方修正される可能性が高い。<2>については、財政投融资資金特別会計の積立金を 2010 年度予算でほぼ使い切ってしまうなど、基本的には、上方修正の余地はあまりない。一方、一部で報道されているように、基礎年金の国庫負担引き上げに要する財源（約 2.5 兆円）として年金の積立金の取り崩しなど、これまで難しいと言われていた特別会計の積立金を使う可能性が高まっている（図表 7-4）。それでもなお数千億円が不足するため、「国債発行額 44.3 兆円以下」を達成するために、外国為替特別会計などの積立金の更なる取り崩しに手をつけることが見込まれる。

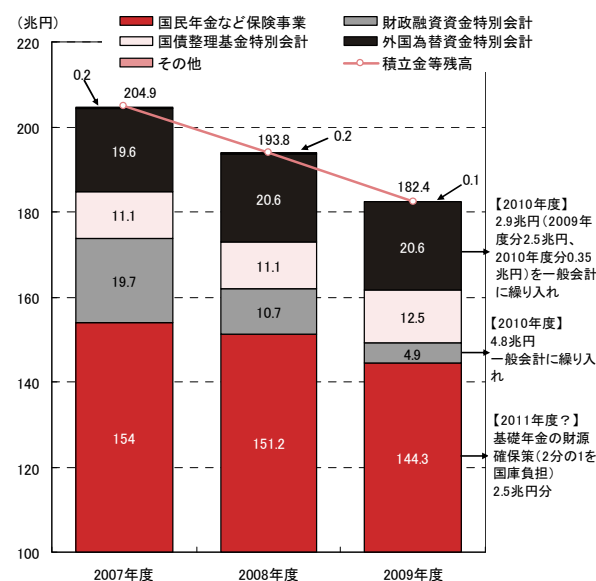
（図表 7-3）内閣府による経済財政の中長期試算
（成長戦略シナリオ）



（注）2009 年度は決算、2010 年度は当初予算、2011、2012 年度については内閣府の試算値

（出所）内閣府、財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 7-4）特別会計の積立金等残高
（決算処理後）の推移



（出所）財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

2012 年以降は再び難しい局面、引き続き長期金利に上昇圧力

以上に見たように、2011 年度は「財政運営戦略」に基づく歳出・国債発行額抑制の目標達成は簡単ではない。民主党内ではマニフェスト政策の実行を強く求める声も多い。加えて、埋蔵金の活用にも限界がある。2011 年度の予算編成では目標を達成し得たとしても 2012 年度以降も財政再建姿勢を維持することは難しいことになり変わらない。民主党の参議院選挙大敗によりねじれ状態にある国会で、消費税の引き上げを中心とした大規模な財政再建策が打ち出し難い点を踏まえると、財政再建の不透明感は払拭されず、長期金利は上昇圧力を受けやすい状態が続くと考えられよう。

長期金利は約 7 年振りに 1%を下回る

足下の長期金利の動きに目を転じると、本年 4 月以降、10 年債利回りは急速な低下トレンドを辿っている。特に、7 月に入って、海外景気に関する先行きへの不透明感の高まりを背景に、日本国債の利回りは低下ペースを更に速めた。新発 10 年物日本国債利回り（終値）は 8 月 4 日に 2003 年 8 月 13 日以来、約 7 年振りに 1%を下回った。

「質への逃避」を背景に長期金利は低下

前述したように、日銀は当面金融緩和を継続する可能性が高く、長期金利が低下方向にあること自体は我々の見通しと整合的な動きと言えよう。し

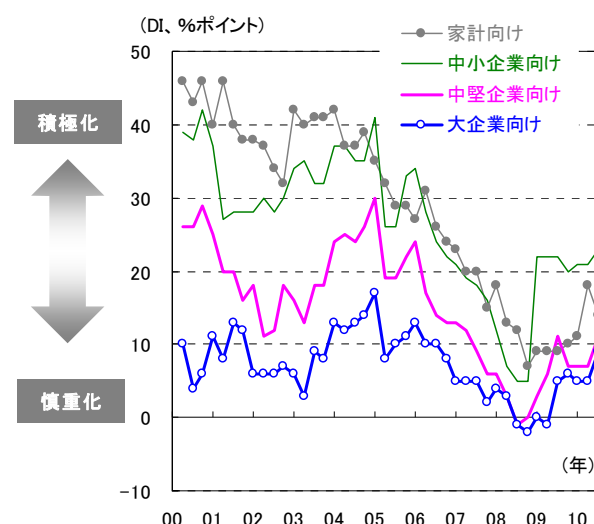
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

かし、足下での急速な長期金利の動きを金融緩和の継続だけで説明することは難しい。長期金利低下の背景には、金融市場が世界景気の「二番底」懸念を強めた結果、リスク資産から安全資産への資金シフト、つまり「質への逃避」があると考えられる。実際、足下での国内銀行の資産構成の動きを見ると、国債の割合を急速に高めている。

資金需要の低迷が続く、銀行資産の国債保有比率が高まっている背景には、「質への逃避」と同時に企業の資金需要の弱含みが考えられる。銀行の貸出運営スタンス DI は大企業向け（4 月調査 5%ポイント→7 月調査 9%ポイント）、中堅企業向け（同 7%ポイント→同 11%ポイント）、中小企業向け（同 21%ポイント→同 23%ポイント）と、全ての企業規模で改善している（図表 7-5）。しかし、銀行の貸出姿勢積極化とは対照的に、貸出残高の減少傾向に歯止めがかかっていない。資金需要判断 DI は、大企業向け（4 月調査-15%ポイント→7 月調査-10%ポイント）、中堅企業向け（同-7%ポイント→同-12%ポイント）、中小企業向け（同-5%ポイント→同-14%ポイント）と、大企業では小幅改善したが、全体として冴えない動きが続いている（図表 7-6）。

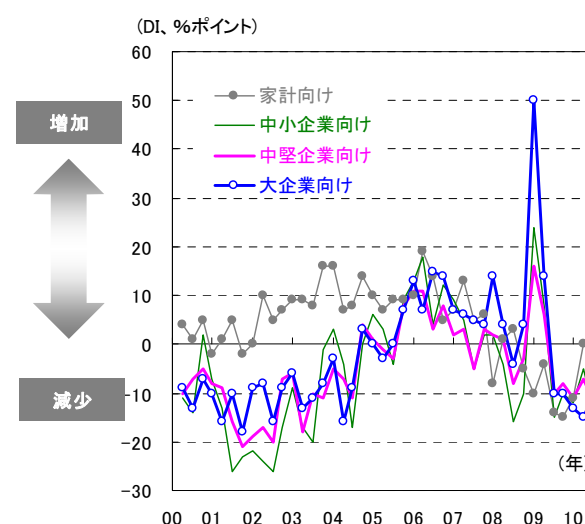
（図表 7-5）主要銀行が評価する自らの貸出態度
（貸出運営スタンス DI）



（注）貸出運営スタンス DI = (「積極化」とした金融機関構成比 + 0.5*「やや積極化」とした金融機関構成比) - (「慎重化」とした金融機関構成比 + 0.5*「やや慎重化」とした金融機関構成比)

（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 7-6）主要銀行が評価する企業の資金需要
（資金需要判断 DI）



（注）資金需要判断 DI = (「増加」とした金融機関構成比 + 0.5*「やや増加」とした金融機関構成比) - (「減少」とした金融機関構成比 + 0.5*「やや減少」とした金融機関構成比)

（出所）日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

「二番底」回避で長期金利低下圧力緩和も、上昇余地は限られたものの

アジア向け輸出の堅調維持と内需持ち直し傾向を背景に、我々は日本経済が「二番底」に陥る可能性は低いと考えている。米国を筆頭に世界経済への過度な悲観論が後退することで、日本の長期金利低下圧力は徐々に緩和していくと見込んでいる。我々は 2010 年 9 月末まで 10 年国債利回りは 1.00%前後で推移するものの、その後の緩やかに上昇していくと予想している。長期金利は財政面からの上昇圧力を受けやすい状態が続くと見られるが、企業の資金需要が本格的に高まって来るまでは、国債への資金シフトが続き、長期金利の上昇余地は限られたものになると見込まれる。

さらなる金融緩和・景気刺激策の可能性も

野村の予想通り、米連邦準備理事制度理事会（FRB）は 8 月 10 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で小幅な金融緩和に踏み出した。景気回復の速度が予想を下回れば、金融緩和策や景気刺激策が追加される可能性もありそうだ。

景気動向

プラス成長が続いているが、景気回復の勢いは大幅に鈍化した。景気回復は今後も続くと思われるが、多くの要因が引き続き成長の足を引っ張っている。第 1 に、家計や企業のディレバレッジ（債務削減）の動きがしばらく続く可能性が高い。第 2 に、過去の V 字型景気回復では住宅部門がけん引役を担ってきたが、今回はその回復ペースが持続する可能性は低い。実際、最近発表された住宅関連統計は軒並み予想を下回っている。第 3 に、これまでの財政刺激策が転換される予定である。2009 年の米国経済復興・再投資法の景気刺激効果は薄れ始めている。また、新たに 260 億ドル程度の連邦補助金が打ち出されたにもかかわらず、州と地方政府は前例のない財政難に直面しており、歳出や雇用を大幅に削減する可能性が高い。そして、金融規制や医療保険の抜本改革を背景に、企業の事業計画は慎重なものになる可能性が高く、設備投資や雇用に不透明感をもたらしている。

物価動向

失業率の高止まりに示されるように生産能力は過剰で、賃金や物価の下落圧力となるが、この圧力はなかなか解消しないだろう。野村では、こうした状況下、コア CPI 上昇率は 2010 年 10-12 月期に前年同期比+0.7%まで低下すると予想している。もっとも、現在インフレ期待は十分安定しており、大幅な物価下落を阻止する助けとなろうが、緩やかなデフレに転じる可能性は決して無視できない。

財政・金融政策

FRB は、国内証券保有高を一定に維持すると発表した後、景気低迷が確認されれば追加措置を打ち出す姿勢を示している。政府がブッシュ政権による減税策を延長しなければ、財政政策が景気をこれ以上支えることはないだろうが、景気刺激策が追加される可能性もありそうだ。

リスク要因

雇用回復が停止すれば、米国が再び景気後退に陥る可能性はある。景気が二番底をつける場合、CPI 上昇率はマイナスに転じると予想される。一方で、最近の不安定な市場環境が回復すれば、センチメント改善により潜在成長率を上回る成長が長期化する可能性もある。

米国経済見通し要約表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	3.7	2.4	1.9	2.2	2.2	2.7	2.6	2.6	2.7	2.3	2.9
個人消費	1.9	1.6	2.0	2.3	1.8	2.3	2.3	2.3	1.5	2.1	2.4
非住宅固定資本形成	7.8	17.0	4.1	6.0	5.2	8.9	9.8	11.3	4.8	7.5	9.2
住宅投資	-12.3	27.8	-12.8	4.3	3.6	7.6	7.4	6.7	-0.4	4.2	9.1
政府支出	3										
輸出(財・サービス)	-1.6	4.4	0.4	-0.9	-0.4	-0.8	-0.8	-1.9	0.7	-0.3	-0.4
輸入(財・サービス)	11.4	10.4	5.5	9.3	8.9	6.0	5.5	8.2	11.5	7.5	7.7
	11.2	28.8	3.2	7.1	3.2	2.4	4.1	6.2	11.9	5.5	5.0
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	1.4	4.1	1.6	2.1	1.8	2.5	2.6	2.5	1.7	2.3	2.8
在庫投資	2.6	1.0	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	1.4	0.0	0.0
純輸出	-0.3	-2.7	0.1	0.0	0.6	0.4	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
失業率(%)	9.7	9.7	9.7	9.8	9.6	9.4	9.2	9.1	9.7	9.3	8.7
非農業部門雇用者数 (前期差、1,000 人)	87	207	50	175	175	200	225	225	130	206	223
住宅着工件数(季節調整済み 年率、1,000 戸)	617	602	622	640	657	688	709	730	620	696	844
消費者物価(前年比%)	2.4	1.8	1.3	0.9	0.8	1.3	1.2	1.2	1.6	1.1	1.4
コア消費者物価	1.3	1.0	1.0	0.7	0.9	0.9	0.7	0.9	1.0	0.8	1.1
連邦財政収支(対 GDP 比%)									-9.0	-7.8	-5.9
経常収支(対 GDP 比%)									-3.6	-3.8	-3.6
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	2.00
3 カ月物ドル LIBOR 金利(%)	0.29	0.53	0.45	0.45	0.40	0.40	0.40	0.40	0.45	0.40	2.20
2 年物財務省証券利回り(%)	1.02	0.60	0.50	0.65	1.10	1.25	1.45	1.70	0.65	1.70	2.15
5 年物財務省証券利回り(%)	2.54	1.77	1.60	1.80	2.15	2.30	2.45	2.65	1.80	2.65	3.00
10 年物財務省証券利回り(%)	3.83	2.93	2.75	3.00	3.25	3.35	3.45	3.60	3.00	3.60	3.80
30 年物住宅抵当融資金利(%)	4.99	4.69	4.65	4.75	4.85	4.95	5.05	5.20	4.75	5.20	5.40

(注)1.失業率は労働力人口に対する比率。

2.財政収支は年度(前年 10 月～9 月)。

3.金利は期末値。

4.太字は実績値、その他は野村予測。

5.2010 年 8 月 13 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

上記の予測は 8 月 13 日時点のものであるが、野村は 8 月 17 日に財政政策の前提を、2010 年末で失効するブッシュ減税が延長される方向に変更しており、8 月 20 日（米国時間）に米国経済見通しを改定する予定である。

成長は加速したが、今後は低成長が続く

ドイツを中心としてユーロ圏の 2010 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は上振れたが、年後半も足下の景気の勢いが続く見込みは薄い。

景気動向

8 月 13 日発表に 4-6 月期の実質 GDP 成長率が発表され、フランスが前期比+0.6%、とりわけドイツは同+2.2%と、いずれも予想を上回り、ユーロ圏全体では前期比+1.0%へ加速した。だが、野村では、ドイツを中心にユーロ圏の景気の足取りがこのような強さを持続するのは難しいと予想している。8 月 23 日の週に発表が予定されている 8 月のユーロ圏購買担当者指数（速報値）やドイツの IFO 景況感指数が予想を下回れば、ドイツならびにユーロ圏の景気見通しの修正を検討したい。景気は年後半に減速が見込まれるが、2010 年のユーロ圏全体の実質 GDP 成長率予想を前年比+1.4%と、従来の+1.3%から 0.1%ポイント引き上げる。財政健全化や家計消費の落ち込みによる景気の落ち込みは、強い外需やユーロ安の押し上げ効果を受けた投資や純輸出の好調により打ち消されよう。野村では、2011 年の実質 GDP 成長率予想を前年比+1.5%、2012 年を同+1.8%と予想する。

物価動向

各国、特にフランスが発表したインフレが予想を上回ったことから、我々は、7 月のユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率は速報値の前年比+1.7%から同+1.8%へ上方修正されると予想する。また、野村では、2010 年の HICP 上昇率を前年比+1.5%、2011 年には同+1.7%に加速すると予想する。2011 年の加速は、ユーロ安と商品価格上昇の波及効果ならびに賃金の小幅上昇が原因だ。2011 年初めには HICP 上昇率は同+2%程度まで加速する一方、コアインフレ率は 2010 年末まで同+1%前後で推移し、その後緩やかに加速しよう。

財政・金融政策

2010 年後半に成長鈍化が見込まれるなか、欧州中央銀行（ECB）は民間需要の持続的回復を裏付ける数字が増えてきた段階で、利上げに着手しよう。野村では、ECB は 2011 年 4 月に政策金利の引き上げに踏み切り、7 月までに流動性供給方式を完全に正常化すると予想している。我々は、ECB が 2011 年 4 月の利上げ開始に続いて追加利上げを実施し、政策金利が 2011 年末に 1.75%、2012 年末には 2.50%まで引き上げられると予想している。ECB は国債買取りを継続しているが、その規模は縮小している。

リスク要因

現時点で、野村の成長予想は均衡している。景気については、金融市場の緊張再燃が成長の足かせとなる可能性があるが、内需・外需ともに上振れるかもしれない。物価については、商品価格上昇やユーロ安による上振れリスクが、経済活動や労働市場の低迷で打ち消されよう。

ユーロ圏経済見通し要約表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	0.8	3.9	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.8	1.4	1.5	1.8
個人消費	-0.5	0.6	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	0.2	0.8	1.1
固定資本形成	-4.9	1.2	-0.8	-0.3	1.7	2.4	2.5	3.1	-2.9	1.3	3.1
政府消費	0.7	0.8	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.3	0.2
輸出(財・サービス)	8.7	12.6	7.2	4.9	5.3	5.2	5.3	6.6	8.2	5.9	6.5
輸入(財・サービス)	16.0	8.5	4.3	3.5	4.0	4.3	4.4	5.6	7.8	4.4	5.4
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	-1.1	0.7	0.1	0.5	0.9	1.0	1.0	1.3	-0.2	0.8	1.3
在庫投資	4.5	1.6	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	1.4	0.1	0.0
純輸出	-2.6	1.6	1.2	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.2	0.7	0.5
失業率(%)	9.9	10.0	10.2	10.3	10.4	10.3	10.3	10.2	10.1	10.3	9.9
雇用者報酬(一人当たり、前年比%)	1.5	1.5	1.5	1.9	2.3	2.5	2.5	2.3	1.6	2.4	2.2
労働生産性(前年比%)	1.9	2.5	2.1	2.1	2.3	1.5	1.3	1.3	2.2	1.6	1.3
単位労働コスト(前年比%)	-0.5	-1.0	-0.5	-0.2	0.0	1.0	1.1	1.0	-0.6	0.8	0.9
財政収支(対 GDP 比%)									-6.3	-5.4	-4.5
経常赤字(対 GDP 比%)									-0.4	0.2	0.7
消費者物価(HICP、前年比%)	1.1	1.5	1.7	1.8	1.8	1.6	1.7	1.8	1.5	1.7	1.9
コア HICP	0.9	0.8	0.9	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3	0.9	1.2	1.3
政策金利(主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	1.00	1.75	2.50
3 カ月物 Euribor 金利(%)	0.63	0.77	0.95	0.90	0.90	1.35	1.77	2.02	0.90	2.02	2.77
10 年物ドイツ国債利回り(%)	3.09	2.57	2.70	3.00	3.10	3.20	3.30	3.40	3.00	3.40	3.80
ドル/ユーロ為替レート(ドル)	1.36	1.22	1.25	1.25	1.25	1.28	1.28	1.25	1.25	1.25	1.25

(注)1.失業率は労働力人口に対する比率。年間は各年第 4 四半期(4Q)の平均値。

2.金利・為替は期末値。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2010 年 8 月 13 日現在。

(出所) 欧州委員会統計局、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

緊縮財政が景気の足かせに

内需や労働市場は堅調に推移している。緊縮財政により景気は足を引っ張られるものの、先行き強力な追い風を受けよう。

景気動向

1 月の悪天候や付加価値税（VAT）の軽減措置終了、4 月のアイスランド火山噴火の影響、5 月の総選挙を巡る不透明感といった要因にもかかわらず、月次経済統計、景況感調査や堅調な雇用統計は、いずれも足下の経済成長の力強さを示している。実質 GDP 成長率は長期的に、一段と上方修正される可能性が残っている。2012 年末までに個人消費は回復し始めるものの、信用収縮による影響、企業収益の悪化、家計がディレバレッジ（債務削減）を進めるなか、低迷が続きそうだ。公共支出の削減は景気回復の速度をさらに抑える。しかし、在庫循環と内需が、異例の緩和的金融政策に後押しされて景気の追い風となっており、いずれはけん引役になるだろう。

物価動向

2010 年 6 月の CPI 上昇率は前年同月比+3.2%へ減速、我々は 4 月にピークを打ったとの見方を維持している。付加価値税（VAT）の軽減措置終了に伴う押し上げ効果が持続しており、また、ここ数カ月のポンド下落、新車買替え支援制度で下落傾向にあった自動車価格が上昇した影響も考えられ、CPI 上昇率は 2011 年末まで概ね政策目標値の+2.0%を上回るとみられる。2011 年 1 月から付加価値税（VAT）の税率が 2.5%ポイント引き上げられ、2012 年に入るとその前年比効果が表れると共に、GDP ギャップのマイナス幅が解消しないため、CPI 上昇率は政策目標値を下回る水準まで再び鈍化が予想される。

財政・金融政策

6 月 22 日発表の 2010/11 年度「緊急」予算案は、財政再建強化を盛り込み、景気循環要因を調整した構造的財政赤字を 2015/16 年度（2015 年 4 月～2016 年 3 月）に黒字に転換することを目指す。省庁別の内訳は 10 月 20 日発表予定の「2010 年包括的歳出見直し」（Comprehensive Spending Review 2010）で明らかとなる見込みだ。一方、7 月のイングランド銀行（BOE：中央銀行）の金融政策委員会（MPC）において、センタンス委員が 0.25%ポイントの利上げを主張したが、今後も同様の主張を続けよう。金融緩和の規模について議論したことをキング総裁が明らかにしたが、これは必ずしも追加緩和の実施を意味しないとみられる。野村では、インフレが加速し、MPC のインフレ予想を上回り始めるとの懸念を背景に、MPC が 2010 年 11 月以降に 0.25%ポイントの利上げを開始するとの予想を据えている。とは言え、利上げが後ずれする可能性もかなり高い。野村では、金融市場のコンセンサス予想、先物市場が織り込むよりも早期の利上げを見込んでいる。

リスク要因

MPC がその信認の向上にこだわらなければ、利上げは野村予想よりも後ずれするかもしれない。とりわけインフレ期待が拡大すれば、インフレは上振れする可能性がある。

英国経済見通し要約表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	1.3	4.5	2.4	1.8	0.5	1.8	2.5	3.1	1.6	1.9	2.5
民間消費	-0.5	1.8	1.9	2.8	0.8	2.6	3.0	3.7	0.8	2.2	3.1
固定資本形成	19.2	16.5	5.1	1.6	1.9	1.2	1.6	1.6	6.6	2.9	1.8
政府消費	6.2	0.0	-0.8	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	1.7	-1.1	-1.9
輸出(財・サービス)	-6.6	4.5	4.5	5.4	3.9	3.8	4.5	5.4	2.9	4.4	5.4
輸入(財・サービス)	6.7	6.5	3.5	4.7	3.0	2.9	2.5	2.8	7.0	3.5	2.9
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	3.8	3.7	1.9	1.8	0.6	1.6	1.9	2.4	1.9	1.6	1.9
在庫投資	1.1	1.5	0.3	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.8	0.1	0.0
純輸出	-3.6	-0.7	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	0.6	-1.2	0.1	0.6
失業率(%)	7.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	7.8	7.7	7.7
財政収支(対 GDP 比)									-9.1	-8.0	-7.1
経常収支(対 GDP 比)									-2.1	-1.6	-0.5
消費者物価(前年比%)	3.3	3.5	3.1	2.7	2.9	2.5	2.3	2.0	3.1	2.4	1.2
小売物価(前年比%)	4.0	5.1	4.7	4.3	4.3	3.6	3.3	3.0	4.5	3.6	2.3
政策金利(基準金利、%)	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	2.25
10 年物国債利回り(%)	3.92	3.35	3.70	3.90	3.95	3.95	4.00	4.10	3.90	4.10	4.40
ポンド/ユーロ為替レート (ポンド)	0.90	0.83	0.82	0.80	0.78	0.77	0.76	0.75	0.80	0.75	0.75
ドル/ポンド為替レート(ドル)	1.51	1.48	1.52	1.56	1.60	1.66	1.68	1.67	1.56	1.67	1.67

(注) 1.失業率は労働力人口に対する比率。

2.金利・為替は期末値。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2010 年 8 月 13 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

持続可能な成長に向けた構造改革

当局は野村の予想通り、成長やインフレよりも構造改革を重視している模様で、野村ではこれを受け、2012 年の実質 GDP 成長率が持続的水準を維持しながらも大幅に加速すると予想している。

景気動向

前年比では経済成長は鈍化し始めたものの、前年比効果を差し引くと、景気は依然として堅調な拡大局面にあると考えられる。2010 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、1-3 月期の前年同期比+11.9%から同+10.3%に減速し、その結果、2010 年上期の実質 GDP 成長率は同+11.1%となった。また、1～7 月の都市部固定資産投資（名目）が前年同期比+24.9%に減速し、7 月の新規プロジェクト投資計画額は同+26.8%と小幅加速した。その結果、7 月の未完工の都市部固定資産投資は約 29.7 兆元に達し（2009 年の対 GDP 比 87%）、多額の投資計画予定が積み上がっていることが読み取れる。2011～12 年にかけて投資と国内消費は引き続き力強く、2011 年 3 月に発表される第 12 次 5 カ年計画が始まり、これが景気に対してさらなる追い風となりそうだ。野村では、2011 年の実質 GDP 成長率は前年比+9.8%、2012 年は同+10.5%に達すると予想している。

物価動向

2010 年 7 月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+3.3%と、6 月の同+2.9%から加速する一方、生産者物価（PPI）上昇率は同+4.8%と、6 月の同+6.4%から減速した。CPI 上昇率は 7 月にピークに達した模様であることから、（洪水の影響が続くか、もしくは 8 月に深刻な悪天候に見舞われない限り）年間で+3.0%という政府のインフレ目標は、達成可能だろう。ただし、2011～12 年には、余剰生産能力の解消、賃金の急上昇、投資・消費ブームの継続、独占事業の価格自由化を背景に、CPI 上昇率の再加速が見込まれる。

財政・金融政策

景気過熱を懸念して、政策当局は 2009 年 12 月以降、一連の金融引き締め政策を導入した。たとえば、預金準備率引き上げ、貸出増加額に関する総量規制措置の再導入、第 2、第 3 番目の住宅ローンに対する頭金比率と最低金利の大幅引き上げである。しかし、直近の経済統計を受け、当局がいったん金融引き締め政策を休止する可能性がある。現に、最近、成長の質の向上を目指した構造改革の加速にシフトしつつある。具体的には、人民元相場の弾力性拡大、一部地域での資源税の導入、一部のエネルギー・資源集約的輸出製品に対する増値税（付加価値税）の引き下げ/撤廃、非効率で公害対策が不十分な企業の閉鎖、最低賃金の引き上げ、融資の「私的証券化」禁止などである。当局は少なくとも当面、警戒姿勢を示しながらも、実際には景気過熱、インフレ加速への懸念を弱めていると、野村では考えている。その代わり、政府はより長期にわたる持続可能な成長を一層重視しており、第 12 次 5 カ年計画ではこの点がさらに注目されよう。野村では引き続き、年内の利上げと人民元の対ドル相場上昇を予想しているが、

同時に貸出総量規制も緩和され、成長を支える重要な要因になりそうだと考えている。

リスク要因

2011～12 年の CPI 上昇率加速が我々の予想に対する主要リスクと考えられる。この場合、政策当局は 2011 年に大幅な金融引き締め策を打ち出すことを余儀なくされよう。なお、最近の金融市場の混乱や G3（日米欧）諸国の成長懸念が中国経済にもたらす影響は限定的とみられる。

中国経済見通し要約表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2010年	2011年	2012年
実質 GDP(前年比%)	11.9	10.3	9.9	9.7	9.8	9.5	9.8	10.0	10.5	9.8	10.5
消費者物価(前年比%)	2.2	2.9	3.5	3.2	3.3	3.4	3.7	3.8	3.0	3.6	4.0
コア消費者物価(前年比%)	0.3	0.9	1.2	1.6	2.0	2.4	2.4	2.5	1.0	2.3	2.5
小売売上高(名目、前年比%)	18.1	18.5	19.5	18.0	20.0	18.0	16.7	17.2	18.6	18.0	18.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	25.6	25.8	27.0	28.0	26.0	24.0	23.0	22.0	28.0	22.0	18.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	19.6	16.0	14.1	13.7	12.0	11.5	12.5	13.5	16.0	13.8	16.2
輸出(米ドル建て、前年比%)	28.7	40.9	13.1	-0.9	5.0	11.7	9.7	5.9	18.5	8.3	20.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	64.5	43.7	17.9	15.7	11.5	14.0	10.7	12.3	32.0	12.1	16.0
貿易収支(10 億米ドル)	14.9	41.2	29.0	11.6	-4.6	38.1	28.9	-9.6	96	53	90
経常収支(対 GDP 比%)									2.4	0.9	2.5
財政収支(対 GDP 比%)									-2.5	-1.3	-1.0
1 年物貸出基準金利(%)	5.31	5.31	5.58	5.85	6.12	6.39	6.66	6.93	5.85	6.93	7.74
1 年物預金基準金利(%)	2.25	2.25	2.52	2.79	3.06	3.33	3.60	3.87	2.79	3.87	4.68
預金準備率(%)	16.50	17.00	17.00	17.50	18.00	18.00	18.00	18.00	17.50	18.00	20.00
為替レート(人民元/米ドル)	6.83	6.78	6.75	6.65	6.60	6.50	6.40	6.30	6.65	6.30	6.00

(注)1.財政収支は中央政府・地方政府連結ベース、財政年度は 1～12 月。

2.金利・為替レートは期末値。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2010 年 8 月 13 日現在。

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

世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
全世界	4.6	4.1	4.7	2.9	3.0	3.1	3.15	3.69	4.59
先進国	2.4	2.0	2.4	1.4	1.3	1.5	0.61	0.92	2.08
新興国	7.1	6.5	7.0	4.7	4.9	4.7	6.09	6.77	7.27
BRICs	9.1	8.2	8.7	5.1	5.2	5.0	6.76	7.45	8.02
米州	3.2	2.7	3.2	2.4	2.0	2.2	2.17	2.20	3.66
米国	2.7	2.3	2.9	1.6	1.1	1.4	0.13	0.13	2.00
カナダ	3.4	2.7	2.1	2.1	2.1	2.0	1.50	2.50	3.75
ラテンアメリカ	4.9	3.8	4.5	5.0	4.7	4.6	8.47	8.28	8.51
アルゼンチン	2.5	3.0	4.4	8.0	8.0	8.0	13.00	13.00	13.50
ブラジル	6.7	4.0	4.7	5.0	4.6	4.5	11.00	10.00	10.00
チリ	4.7	4.0	5.5	2.1	3.0	3.0	4.00	5.00	7.00
コロンビア	3.0	4.0	4.5	3.3	3.5	3.7	4.00	5.50	6.50
メキシコ	4.1	3.9	4.1	4.8	4.0	4.0	5.25	5.50	5.50
アジア・太平洋地域	7.7	6.8	7.5	3.4	3.8	3.7	4.34	5.12	5.71
日本	2.8	1.3	2.0	-0.8	-0.3	0.1	0.10	0.10	0.10
豪州	3.0	3.3	3.6	3.0	3.3	3.0	5.00	5.25	5.25
ニュージーランド(NZ)	2.7	3.4	3.5	2.1	3.9	2.4	3.75	4.25	5.00
アジア(除く日本・豪州・NZ)	9.1	8.1	8.8	4.5	4.7	4.5	5.29	6.22	6.89
中国	10.5	9.8	10.5	3.0	3.6	4.0	5.85	6.93	7.74
香港	5.8	4.1	4.8	2.7	3.8	4.4	0.45	0.45	2.10
インド	8.8	8.3	8.6	9.4	7.9	6.5	6.00	7.00	7.50
インドネシア	5.9	6.3	6.5	5.1	6.2	5.3	7.50	7.50	7.50
マレーシア	7.0	5.2	5.5	2.2	3.6	3.2	3.00	3.50	3.50
フィリピン	5.0	4.5	4.8	4.1	4.4	5.0	5.00	6.50	7.00
シンガポール	15.5	5.3	5.8	3.5	3.0	2.6	0.70	0.72	2.65
韓国	6.0	4.0	5.0	2.8	3.5	3.0	2.75	3.50	4.00
台湾	8.5	4.1	5.0	1.7	2.4	3.0	1.88	2.38	3.00
タイ	6.0	4.8	5.2	3.8	4.5	4.3	2.25	3.00	3.00
ベトナム	6.5	6.6	7.0	8.2	9.1	8.8	9.00	10.00	10.00
欧州先進国	1.5	1.6	1.9	1.8	1.9	1.8	0.96	1.66	2.46
ユーロ圏	1.4	1.5	1.8	1.5	1.7	1.9	1.00	1.75	2.50
フランス	1.5	1.7	2.0	1.7	1.6	1.8	1.00	1.75	2.50
ドイツ	3.0	2.2	2.4	1.2	1.6	1.7	1.00	1.75	2.50
イタリア	1.0	1.0	1.3	1.5	1.8	2.1	1.00	1.75	2.50
オランダ	1.7	1.8	2.2	1.0	1.7	2.0	1.00	1.75	2.50
スペイン	-0.3	0.2	0.7	1.7	1.8	1.8	1.00	1.75	2.50
英国	1.6	1.9	2.5	3.1	2.4	1.2	0.75	1.25	2.25
その他新興国(EEMEA)	3.6	3.6	3.7	4.8	5.5	5.3	6.08	6.68	7.04
チェコ	0.6	1.1	2.6	1.7	2.5	2.0	0.75	2.00	2.00
エジプト	5.5	5.8	5.7	-2.5	0.5	1.0	8.25	9.00	9.00
ハンガリー	0.5	1.0	1.2	5.1	3.7	3.5	5.25	7.00	7.50
イスラエル	2.7	3.8	4.0	3.0	2.9	3.4	2.50	3.50	3.75
カザフスタン	3.2	4.3	4.8	7.3	6.6	6.0	7.00	7.25	7.25
ポーランド	3.6	4.2	4.6	2.7	3.5	3.2	4.00	5.00	5.50
ルーマニア	-2.0	1.5	2.5	4.3	4.0	3.0	5.50	6.00	7.00
サウジアラビア	3.8	4.3	4.0	5.4	5.6	5.3	2.00	2.25	2.50
ロシア	5.5	4.4	4.0	7.2	8.1	7.5	8.00	8.25	8.50
南アフリカ	3.2	3.4	3.7	4.6	5.6	6.9	6.50	7.50	9.50
トルコ	4.4	4.5	5.5	7.2	5.4	5.4	7.50	8.50	8.75
ウクライナ	3.6	4.0	5.1	10.3	8.7	9.0	8.50	8.50	8.00
アラブ首長国連邦	2.1	3.5	3.0	-0.3	2.5	3.0	2.00	2.25	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、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。
2. プレント原油価格の前提は、先物価格、コンセンサス予想、野村の分析を基に、2009 年平均の 62ドル/バレルに対し、2010 年 80ドル/バレル、2011 年 86ドル/バレル、2012 年 92ドル/バレル。
3. 2010～2011 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。
4. インドの物価は卸売物価指数。
5. 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。
6. 予測値は 2010 年 8 月 16 日現在。

(出所) 野村グループ

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

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

野村證券からのお知らせ

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

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第 142 号

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