

## 2010 年度～2012 年度の経済見通し

：『日本経済：日本経済「踊り場」脱却の条件』

2010 年度実質 GDP 成長率：+2.7%

2011 年度実質 GDP 成長率：+1.2%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.1%

2010 年 11 月 19 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11月15日時点]

[2010年8月16日時点]

|                       |               | 10年度<br>(予) | 11年度<br>(予) | 12年度<br>(予) | 10年度<br>(予) | 11年度<br>(予) | 12年度<br>(予) |
|-----------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 国<br>内<br>総<br>生<br>産 | 実質国内総支出       | 2.7         | 1.2         | 2.1         | 1.9         | 1.4         | 2.2         |
|                       | ＜内需寄与度＞       | 1.3         | 1.1         | 1.8         | 0.3         | 1.1         | 1.8         |
|                       | ＜民間内需＞        | 1.3         | 1.1         | 1.8         | 0.5         | 1.3         | 1.7         |
|                       | ＜公的内需＞        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | -0.1        | -0.1        | 0.1         |
|                       | ＜外需寄与度＞       | 1.4         | 0.1         | 0.3         | 1.5         | 0.3         | 0.4         |
|                       | 民間最終消費支出      | 1.7         | 0.7         | 0.9         | 1.3         | 0.7         | 0.8         |
|                       | 民間住宅投資        | -1.2        | 5.1         | 3.3         | -4.1        | 3.9         | 5.6         |
|                       | 民間企業設備投資      | 4.1         | 4.4         | 7.0         | 3.6         | 5.8         | 7.0         |
|                       | 民間在庫品増減＜寄与度＞  | 0.0         | 0.0         | 0.2         | -0.3        | 0.0         | 0.1         |
|                       | 政府消費          | 1.1         | 0.7         | 0.7         | 1.3         | 0.7         | 0.7         |
|                       | 公的固定資本形成      | -4.5        | -2.7        | -3.5        | -8.9        | -7.7        | -0.9        |
|                       | 財貨・サービス輸出     | 18.0        | 3.6         | 6.7         | 18.6        | 4.9         | 6.7         |
|                       | 財貨・サービス輸入     | 11.2        | 4.5         | 6.7         | 10.4        | 4.5         | 6.7         |
|                       | 名目国内総支出       | 1.0         | 0.8         | 2.1         | 0.6         | 1.0         | 2.2         |
|                       | GDPデフレーター     | -1.6        | -0.4        | 0.0         | -1.3        | -0.4        | 0.0         |
| 生<br>産<br>・<br>物<br>価 | 鉱工業生産         | 8.7         | 1.9         | 6.3         | 11.1        | 3.4         | 6.6         |
|                       | 国内企業物価        | 0.3         | 0.6         | 0.8         | 0.2         | 0.5         | 0.8         |
|                       | 消費者物価         | -0.6        | 0.0         | 0.2         | -0.6        | -0.2        | 0.2         |
|                       | 除く生鮮食品        | -0.9        | -0.2        | 0.1         | -1.0        | -0.2        | 0.1         |
|                       | 完全失業率(%)      | 5.1         | 4.7         | 4.3         | 4.9         | 4.6         | 4.2         |
| 対<br>外<br>収<br>支      | 通関出超額(兆円)     | 7.6         | 8.3         | 9.2         | 9.2         | 10.5        | 11.2        |
|                       | 貿易収支(兆円)      | 9.0         | 9.8         | 10.8        | 10.5        | 11.9        | 12.7        |
|                       | 貿易・サービス収支(兆円) | 6.7         | 6.2         | 6.3         | 8.3         | 8.6         | 9.0         |
|                       | 経常収支(兆円)      | 17.2        | 18.4        | 20.9        | 19.6        | 21.5        | 23.0        |

(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

|                       | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| ドル円相場(年度平均)           | 85.0   | 84.0   | 85.0   |
|                       | (89.0) | (88.0) | (90.0) |
| 無担保コール・オーバーナイト(期末値、%) | 0-0.10 | 0-0.10 | 0-0.10 |
|                       | (0.10) | (0.10) | (0.10) |
| 消費税率(期末値、%)           | 5.0    | 5.0    | 5.0    |
|                       | (5.0)  | (5.0)  | (5.0)  |
| WTI(年度平均、ドル/バレル)      | 81.0   | 91.0   | 97.0   |
|                       | (82.0) | (89.0) | (94.0) |

(注)カッコ内は前回(2010年8月16日)時点。

(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<br>7-9 | 10-12    | 10年<br>1-3 | 4-6      | 7-9      | 10-12(予) | 11年<br>1-3(予) | 4-6(予)   | 7-9(予)   | 10-12(予) | 12年<br>1-3(予) |
|-------------------|------------|----------|------------|----------|----------|----------|---------------|----------|----------|----------|---------------|
| 民間最終消費支出          | 306507.8   | 308546.5 | 310691.8   | 310922.3 | 314486.3 | 312599.4 | 313849.8      | 314477.5 | 314792.0 | 315610.4 | 316367.9      |
| (前期比)             | 0.5        | 0.7      | 0.7        | 0.1      | 1.1      | -0.6     | 0.4           | 0.2      | 0.1      | 0.3      | 0.2           |
| (前年同期比)           | -0.4       | 1.2      | 3.3        | 1.9      | 2.6      | 1.3      | 1.0           | 1.1      | 0.1      | 1.0      | 0.8           |
| 民間住宅投資            | 12384.5    | 11951.7  | 12196.1    | 12097.3  | 12258.7  | 12439.6  | 12585.6       | 12657.4  | 12879.5  | 13128.6  | 13228.8       |
| (前期比)             | -8.3       | -3.5     | 2.0        | -0.8     | 1.3      | 1.5      | 1.2           | 0.6      | 1.8      | 1.9      | 0.8           |
| (前年同期比)           | -20.3      | -24.5    | -18.0      | -10.5    | -1.0     | 4.1      | 3.2           | 4.6      | 5.1      | 5.5      | 5.1           |
| 民間企業設備投資          | 68535.1    | 69724.0  | 70414.9    | 71704.0  | 72274.2  | 72707.8  | 73289.5       | 74100.7  | 75007.3  | 76130.8  | 77400.2       |
| (前期比)             | -2.1       | 1.7      | 1.0        | 1.8      | 0.8      | 0.6      | 0.8           | 1.1      | 1.2      | 1.5      | 1.7           |
| (前年同期比)           | -20.9      | -13.5    | -4.5       | 2.5      | 5.5      | 4.3      | 4.1           | 3.3      | 3.8      | 4.7      | 5.6           |
| 民間在庫投資            | -1268.4    | -1892.3  | -148.5     | -476.5   | 225.4    | -274.6   | -1174.6       | -1214.6  | -814.6   | -614.6   | -114.6        |
| <前期比寄与度>          | -0.6       | -0.1     | 0.3        | -0.1     | 0.1      | -0.1     | -0.2          | 0.0      | 0.1      | 0.0      | 0.1           |
| 政府最終消費支出          | 98330.8    | 98926.4  | 99485.7    | 99674.3  | 99787.9  | 99903.0  | 100056.5      | 100236.3 | 100473.5 | 100589.4 | 100744.0      |
| (前期比)             | 0.2        | 0.6      | 0.6        | 0.2      | 0.1      | 0.1      | 0.2           | 0.2      | 0.2      | 0.1      | 0.2           |
| (前年同期比)           | 2.0        | 1.7      | 1.5        | 1.6      | 1.4      | 1.0      | 0.6           | 0.6      | 0.7      | 0.7      | 0.7           |
| 公的固定資本投資          | 20259.4    | 20060.8  | 19918.5    | 19466.4  | 19357.1  | 18905.0  | 19413.5       | 19646.5  | 18998.2  | 18390.2  | 18298.3       |
| (前期比)             | -2.1       | -1.0     | -0.7       | -2.3     | -0.6     | -2.3     | 2.7           | 1.2      | -3.3     | -3.2     | -0.5          |
| (前年同期比)           | 11.6       | 9.2      | 4.6        | -5.6     | -4.1     | -5.8     | -2.5          | 0.9      | -1.9     | -2.7     | -5.7          |
| 公的在庫投資            | 237.2      | 248.3    | 329.0      | 275.5    | 216.1    | 216.1    | 216.1         | 216.1    | 216.1    | 216.1    | 216.1         |
| <前期比寄与度>          | 0.0        | 0.0      | 0.0        | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0           | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0           |
| 純輸出               | 19088.7    | 21972.4  | 25530.2    | 27874.6  | 28386.4  | 27638.0  | 27668.7       | 27725.8  | 28150.1  | 28614.3  | 28965.9       |
| <前期比寄与度>          | 0.5        | 0.5      | 0.6        | 0.3      | 0.0      | -0.1     | 0.0           | 0.0      | 0.1      | 0.1      | 0.1           |
| (前期比)             | 22.3       | 15.1     | 16.2       | 9.2      | 1.8      | -2.6     | 0.1           | 0.2      | 1.5      | 1.6      | 1.2           |
| (前年同期比)           | -36.0      | 38.7     | 262.2      | 82.6     | 47.4     | 25.4     | 8.4           | -0.7     | -0.8     | 3.6      | 4.7           |
| 輸出                | 71131.0    | 74756.1  | 80024.7    | 84542.4  | 86575.7  | 85969.7  | 86485.5       | 87263.9  | 88311.0  | 89524.0  | 90850.8       |
| (前期比)             | 9.3        | 5.1      | 7.0        | 5.6      | 2.4      | -0.7     | 0.6           | 0.9      | 1.2      | 1.4      | 1.5           |
| (前年同期比)           | -22.7      | -4.7     | 34.5       | 30.3     | 21.5     | 15.0     | 8.1           | 3.2      | 2.0      | 4.1      | 5.0           |
| 輸入                | 52042.3    | 52783.7  | 54494.5    | 56667.8  | 58189.3  | 58331.7  | 58816.8       | 59538.0  | 60160.9  | 60909.7  | 61885.0       |
| (前期比)             | 5.2        | 1.4      | 3.2        | 4.0      | 2.7      | 0.2      | 0.8           | 1.2      | 1.0      | 1.2      | 1.6           |
| (前年同期比)           | -16.3      | -16.0    | 4.0        | 14.6     | 11.9     | 10.5     | 7.9           | 5.1      | 3.4      | 4.4      | 5.2           |
| 実質国内総生産           | 525889.5   | 531266.7 | 539767.8   | 542161.8 | 547311.0 | 544563.2 | 546345.5      | 548298.5 | 550166.8 | 552545.2 | 555606.1      |
| (前期比)             | -0.4       | 1.0      | 1.6        | 0.4      | 0.9      | -0.5     | 0.3           | 0.4      | 0.3      | 0.4      | 0.6           |
| (前期比年率)           | -1.5       | 4.2      | 6.6        | 1.8      | 3.9      | -2.0     | 1.3           | 1.4      | 1.4      | 1.7      | 2.2           |
| (前年同期比)           | -5.1       | -0.9     | 5.0        | 2.7      | 4.4      | 2.5      | 1.2           | 1.1      | 0.5      | 1.5      | 1.7           |
| GDPデフレーター         | 89.9       | 89.3     | 89.4       | 88.4     | 88.2     | 88.3     | 88.0          | 87.9     | 87.8     | 88.0     | 87.8          |
| (前年同期比)           | -0.7       | -2.9     | -3.0       | -1.8     | -2.0     | -1.1     | -1.6          | -0.7     | -0.5     | -0.4     | -0.2          |
| 鉱工業生産(2005年=100)  | 83.2       | 88.1     | 94.3       | 95.7     | 94.0     | 92.1     | 92.6          | 93.6     | 94.7     | 95.9     | 97.2          |
| (前期比)             | 5.3        | 5.9      | 7.0        | 1.5      | -1.8     | -2.0     | 0.6           | 1.0      | 1.2      | 1.2      | 1.4           |
| (前年同期比)           | -19.4      | -4.3     | 27.5       | 21.0     | 13.4     | 4.5      | -1.8          | -2.2     | 0.8      | 4.1      | 5.0           |
| 国内企業物価(2005年=100) | 102.9      | 102.1    | 102.4      | 103.0    | 102.8    | 102.8    | 102.7         | 103.1    | 103.6    | 103.5    | 103.7         |
| (前期比)             | 0.1        | -0.7     | 0.3        | 0.6      | -0.2     | 0.0      | -0.1          | 0.3      | 0.5      | 0.0      | 0.2           |
| (前年同期比)           | -8.3       | -5.2     | -1.7       | 0.2      | -0.1     | 0.6      | 0.3           | 0.0      | 0.7      | 0.7      | 1.0           |
| 消費者物価指数(総合)       | 100.0      | 99.7     | 99.9       | 99.6     | 99.2     | 99.5     | 99.5          | 99.6     | 99.3     | 99.5     | 99.5          |
| (2005年=100) (前期比) | -0.5       | -0.3     | 0.2        | -0.2     | -0.4     | 0.3      | 0.0           | 0.1      | -0.2     | 0.2      | 0.0           |
| (前年同期比)           | -2.2       | -2.0     | -1.2       | -0.9     | -0.8     | -0.2     | -0.3          | -0.1     | 0.1      | 0.0      | 0.0           |
| 消費者物価指数(除く生鮮食品)   | 99.9       | 99.7     | 99.7       | 99.3     | 98.8     | 99.0     | 99.0          | 99.0     | 98.6     | 98.8     | 98.9          |
| (2005年=100) (前期比) | -0.6       | -0.1     | 0.0        | -0.5     | -0.5     | 0.2      | 0.0           | 0.0      | -0.4     | 0.2      | 0.1           |
| (前年同期比)           | -2.3       | -1.7     | -1.2       | -1.2     | -1.1     | -0.7     | -0.7          | -0.3     | -0.2     | -0.2     | -0.1          |
| 完全失業率             | 5.4        | 5.2      | 4.9        | 5.2      | 5.1      | 5.0      | 5.0           | 4.9      | 4.8      | 4.6      | 4.5           |

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2010年7-9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

## 日本経済「踊り場」脱却の条件

- ▶ エコカー補助金制度など政策効果に支えられ、2010 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率+3.9%と、前期の同+1.8%を上回る高水準を記録した。しかし、同期の鉱工業生産が前期比-1.9%と6 四半期ぶりに減少し、生産予測調査が 10-12 月期も減少する可能性が高いことを示すなど、足下の景気情勢は明らかに変調をきたしている。10-12 月期の実質 GDP も前期比年率-2.0%と大幅減少に転じることが予想される。日本経済は、回復局面の中で一時的に増勢を顕著に落とす「踊り場局面」に陥ったと考えられる。これは 2011 年 4-6 月期まで続く。
- ▶ 「踊り場局面」入りの背景には、輸出の減速と政策効果の剥落・反動がある。7-9 月期の実質輸出（GDP ベース）は前期比+2.4%と 6 四半期連続での増加となったものの、前期の同+5.6%から大きく増勢を落とした。海外景気は比較的安定を維持しているが、主要輸出先の在庫調整や円高進行を受けて、輸出の増勢が落ちている。さらに、9 月のエコカー補助金制度の終了や 10 月のたばこ増税は、10-12 月期の実質個人消費を 7 四半期ぶりに減少させる見込みである。
- ▶ 一方、円高進行や景気減速を受けて、当局の経済政策対応が足下で加速している。9 月には、円高抑制を目指して政府が 6 年半ぶりの為替介入を実施、10 月には、日銀が資産買取りを含む「包括緩和策」を発表した。年明けには資産買取り額を拡大させる追加緩和策を実施することが見込まれる。さらに 10 月末に政府は、総額約 5 兆 900 億円の追加経済対策を柱とする 2010 年度補正予算案を閣議決定した。同案は年内に成立し、年明け以降の GDP を合計で 0.6%程度押し上げる効果が期待される。また政府は、来年度税制改革で法人税率引き下げを目指している。足下ではまさに政策総動員の様相が強まっており、これが日本経済の「本格景気後退局面」入り回避に貢献しよう。
- ▶ 輸出減速と政策効果の剥落・反動が国内景気に「踊り場局面」をもたらす中でも、民間内需の緩やかな持ち直し傾向は持続することが見込まれる。過剰債務解消などバブル経済の負の遺産を乗り越えた企業が、潤沢な余剰資金の一部を賃金・雇用の引き上げや国内設備投資に回していることがその一因である。
- ▶ 金融緩和策の一部奏功による円高傾向の一巡と海外経済の持ち直しを背景に、2011 年半ばから輸出は再び回復傾向に転じよう。追加経済対策の効果や内需持ち直し傾向が持続する中で、輸出が牽引役を果たす形で国内景気は 2011 年 7-9 月期に「踊り場局面」を脱し、再び浮揚しよう。

## (1) 「踊り場局面」入りする日本経済

7-9 月期実質 GDP 成長率は予想を大幅に上回る

2010 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率+3.9%（前期比+0.9%）と 4-6 月期の同+1.8%を上回る高水準を記録した。今夏の猛暑効果に加え、エコカー補助金制度の終了等の政策変更前の駆け込み需要に支えられ実質個人消費は前期比+1.1%と大幅に上昇し、成長率を同 0.7%ポイント押し上げた。実質民間設備投資は前期比+0.8%と 4 四半期連続で回復、実質輸出も同+2.4%と前期の同+5.6%から増勢を鈍化させながらも堅調に推移した。

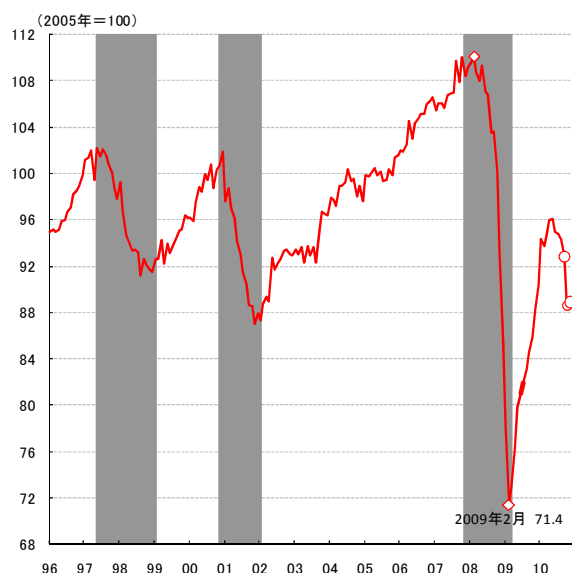
しかし、今後は景気の増勢は顕著に鈍化すると予想される

しかし、日本経済は既に、回復局面の中で一時的に増勢を顕著に落とす「踊り場局面」に陥ったと考えられる。7-9 月期の実質個人消費の急上昇に寄与した諸要因は、10-12 月期には剥落することが確実視される。また、アジア向け輸出が 2 四半期連続で前期比下落するなど、輸出の減速が鮮明化している。鉱工業生産は、国内外でのリバウンド効果剥落や政策効果の減退を背景に、7-9 月期に前期比-1.8%と 6 四半期ぶりに減少し、生産予測調査は 10-12 月期も減少する可能性が高いことを示している（図表 1-1）。

増勢鈍化の主因は輸出の減速

過去の経験を振り返ってみても、景気急減速後のリバウンド局面を経て、景気が回復途上に「踊り場局面」を経験したケースが確認できる。鉱工業生産動向に着目すると、近年では日本でのバブル景気崩壊後の回復局面である 1995 年や IT バブル崩壊を経て回復に転じた後の 2003 年前後に、踊り場を経験している。両者に共通するのは、輸出の低迷が景気回復の増勢鈍化をもたらした点であり、今回の局面でも同様の現象が認められる（図表 1-2）。

（図表 1-1） 鉱工業生産指数の推移

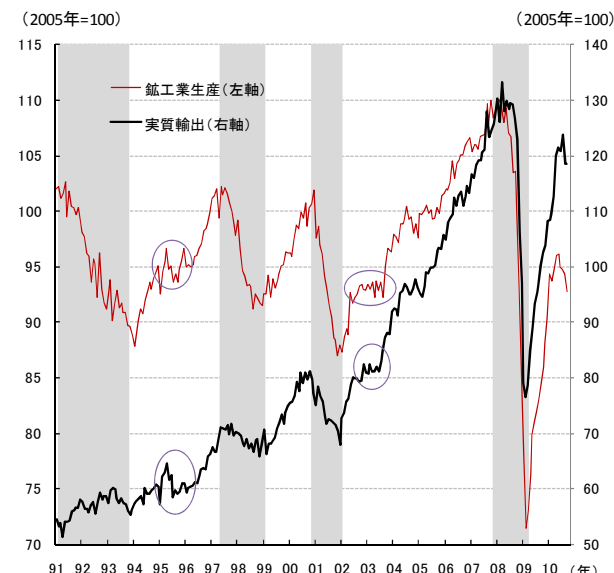


（注）1.2010 年 10 月、11 月は製造業生産予測調査による生産計画。

2.網掛け部分は景気後退期。

（出所）内閣府、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 1-2） 鉱工業生産と実質輸出



（注）網掛け部分は生産回復の踊り場局面。

（出所）経済産業省、日銀資料より野村證券金融経済研究所作成

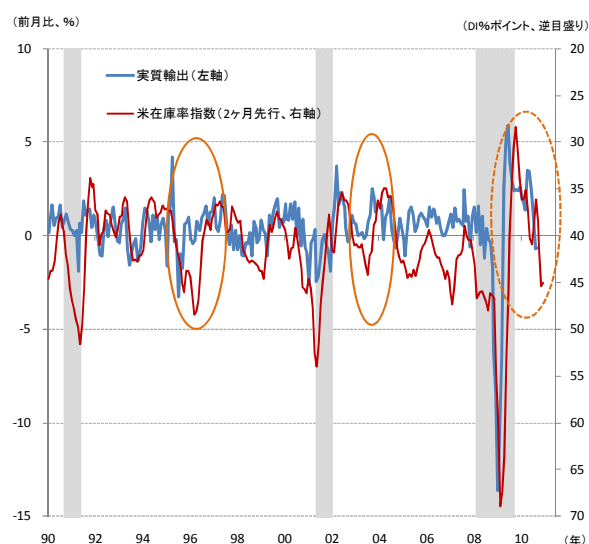
## 米国での在庫調整が輸出を抑制

短期的な輸出の先行きを見る上では、米国の在庫率指数の動向が注目される（図表 1-3）。過去、米国の在庫率指数（ISM 在庫判断 DI/生産判断 DI）は、実質輸出に 2 カ月程度先行する形で高い連動性を有してきた。日本経済が踊り場を経験した 1995 年、2003 年にも、米国における景気拡大下での在庫調整が日本の輸出減速に繋がっている。米国の在庫率指数は、10 月時点でようやく改善の兆しを見せ始めた程度であり、年末にかけて日本の輸出が低迷し、景気の抑制要因となることが想定される。

## 一方で、中国の増勢回復から腰折れは回避

一方で、輸出が底割れし、深刻な景気後退の引き金となるリスクも限定的であろう。近年、米国を上回る輸出相手国である中国の在庫率指数（PMI 在庫指数/生産指数）に目を転じると、8 月以降、3 カ月連続で改善し、再び景気の増勢が高まり始めたことが分かる（図表 1-4）。日本の実質輸出は中国の在庫率指数とも 2～3 カ月の時間差を伴って高い連動性を有していることを勘案すると、輸出の底割れリスクは限定的であり、年末前後を境に再び回復基調へと転じる可能性が窺われる（図表 1-5）。

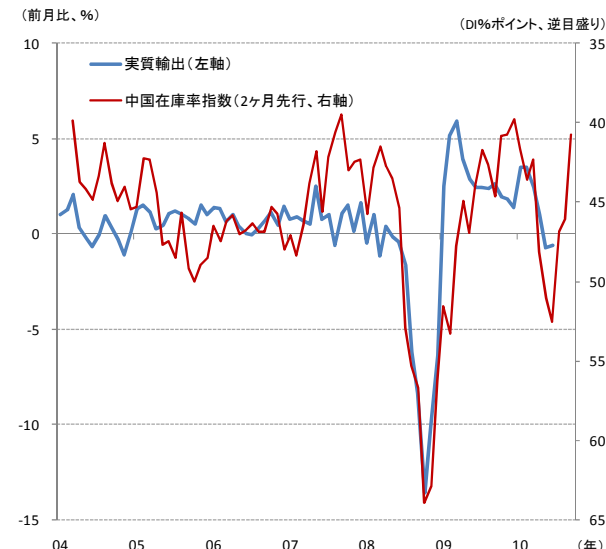
（図表 1-3）米国の在庫状況と日本の実質輸出



- (注) 1. 米国の在庫率指数は ISM 在庫指数と生産指数の比率。  
2. 日本の実質輸出は日本銀行による公表値。  
3. いずれも 3 カ月後方移動平均値。  
4. 網掛け部は米国の景気後退期。

(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 1-4）中国の在庫率と日本の実質輸出



- (注) 1. 中国の在庫率指数は PMI 在庫指数と生産指数の比率。  
2. 日本の実質輸出は日本銀行による公表値。  
3. 実質輸出は 3 カ月後方移動平均値。

(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

## 円高の悪影響は来年半ばまで残存する可能性

輸出減速の背景として、海外における在庫調整と並んで、円高の影響も見逃せない。5 月には一時 94 円台にあったドル円相場は、概ね一貫した円高基調をたどり、11 月 1 日には 80 円 22 銭と約 15 年ぶりの円高水準を記録した。その後は緩やかに持ち直しているものの、依然として 80 円台前半で推移している。短期的なドル円相場と実質輸出の関係を見れば、為替相場の変動は概ね 3 カ月程度遅れて輸出動向へと波及する傾向が強い（図表 1-6）。このため、これまでの円高の影響が、当面の間は輸出抑制的に作用する見込みである。直近数年間の経験に基づけば、前月比 2% 程度の円高であれば、輸出に対しては概ね中立的である。このため、再び円高ペース



が加速することがなければ、輸出下押し圧力は緩和されることが期待される。我々は、年末にかけては一時的に円安への揺り戻しもあり得るものの、2011 年 1-3 月期には再び円高が進行する可能性が高いと予想している。このため、円高による下押し圧力は来年 4-6 月期程度までは残存するものの、その後は徐々に後退すると考えている。

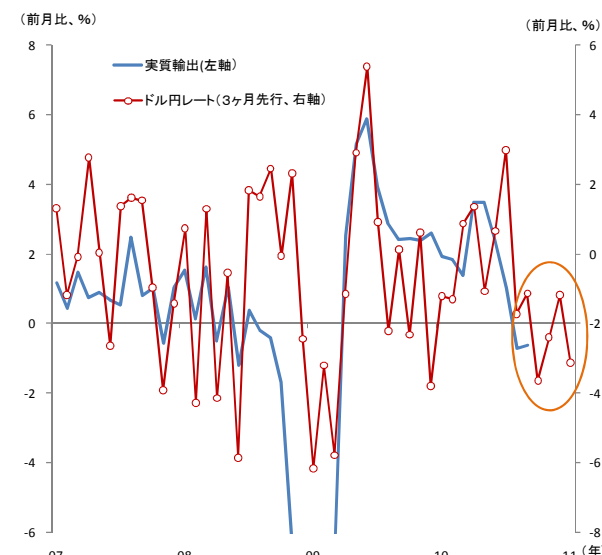
(図表 1-5) 米中合成在庫率指数と実質輸出



(注)1.米国在庫率指数は ISM 在庫指数と生産指数の比率。  
2.中国の在庫率指数は PMI 在庫指数と生産指数の比率。  
3.両者を各年の輸出ウェイトで合成。  
4.日本の実質輸出は日本銀行による公表値。  
5.実質輸出は 3 カ月後方移動平均値。

(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 1-6) ドル円相場と実質輸出



(注) 実質輸出は 3 カ月後方移動平均値。

(出所) 日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

## (2) 政策動向に左右される個人消費

### 個人消費は耐久財支出が牽引

7-9 月期の実質民間最終消費支出は前期比+1.1%となり、前期の同+0.1%から一転して高い伸びを示した。ただし、耐久財支出が同+11.1%、非耐久財支出が同+0.6%とプラスの伸びを示した一方で、半耐久財支出及びサービス支出は減少しており、支出形態により差違が見られる結果となった。

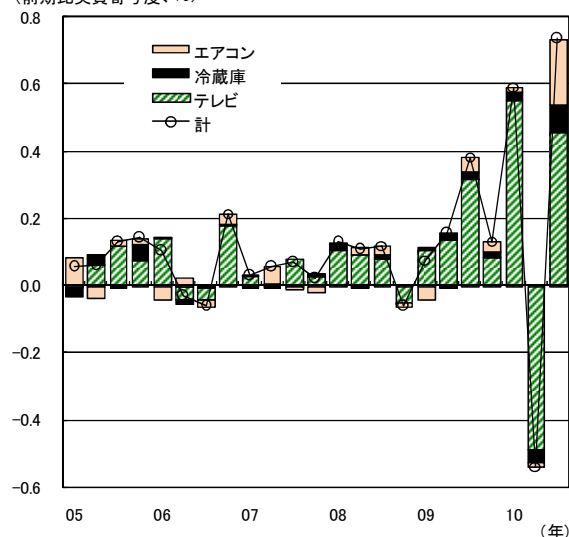
### 7-9 月期の個人消費の伸びは一時的な要因に拠るところが大きい

耐久財支出の増加は、エコポイント制度やエコカー補助金制度などの消費刺激策に拠るところが大きい。4 月よりエコポイント制度の対象商品が絞り込まれた関係で、1-3 月期にテレビの駆け込み需要が生じ、4-6 月期はその反動減が観察されていたが、7-9 月期はその影響が薄れてテレビ支出が再び増加している (図表 2-1)。また、記録的な猛暑となったことから、エアコンや冷蔵庫への支出も大きく伸びた。更に、エコカー補助金制度が 9 月上旬に終了したことから、自動車への支出も個人消費押し上げに大きく寄与した (図表 2-2)。他方、非耐久財支出の伸びは、10 月からのたばこ税引き上げを前に駆け込み需要が生じたことや、猛暑により飲料・冷凍などの販売が好調であったことなどによると考えられる。

10-12 月期の個人消費は反動減の恐れ ーただし、これらの消費押し上げ要因はいずれも一時的なものであり、10-12 月期はその反動により個人消費はマイナスの伸びとなる可能性が高い。

(図表 2-1) エコポイント対象家電の売上推移

(前期比実質寄与度、%)



(注) 1.二人以上の世帯。

2.季節調整は野村証券金融経済研究所による。

(出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 2-2) 各種特殊要因の個人消費への寄与度

(％ポイント)

|      | 2010年<br>Q3 | Q4     |
|------|-------------|--------|
| 猛暑   | 0.2程度       | -0.2程度 |
| たばこ税 | 0.1強        | -0.2程度 |
| 自動車  | 0.4～0.5     | -0.7程度 |
| 計    | 0.7～0.8     | -1.1程度 |

(注) 寄与度は前期比変化分を示す。Q4は当社予測。

(出所)内閣府、総務省、気象庁、自動車販売連合会、社団法人日本たばこ協会資料より野村証券金融経済研究所作成

家計部門向けの所得増加策も 2011 年度以降は縮小する見通し ー2010 年度には手厚かった家計部門向け政策も、2011 年度以降は縮小する見通し ー見通しである。2010 年度は子ども手当の半額支給や公立高校の実質無償化などにより、家計所得は 2 兆円強押し上げられていたが、2011 年度以降は、同時に決定された所得税・住民税における扶養控除縮小の影響が遅れて表れる見込みである (図表 2-3)。

(図表 2-3) 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         | 扶養控除の縮小(所得税)    |
| 子ども手当半額         | 子ども手当増額         |
| 公立高校の実質無償化      | 配偶者控除の所得制限(所得税) |
| 農業の戸別所得補償       | 農業の戸別所得補償       |
| 扶養控除の縮小(所得税)    |                 |
| 計               | 計               |
| 2012年度          | 2013年度          |
| 扶養控除の縮小(住民税)    | 扶養控除の縮小(住民税)    |
| 配偶者控除の所得制限(所得税) | 配偶者控除の所得制限(住民税) |
| 計               | 計               |

(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。



政府は、2011 年度以降、子ども手当を上積みする意向であるが、その財源確保のために配偶者控除の所得制限なども検討されており、政策による家計所得の増加は見込みにくい状況である。その他、政府税制調査会で検討中の税制改正案を見ても、成年扶養控除の廃止や給与所得控除の所得制限、相続税の基礎控除の廃止・税率構造の見直しなど、家計部門にとっては増税となる政策が並んでおり、今後、政策面での後押しを期待することは難しくなっている（図表 2-4）。

（図表 2-4）検討俎上にある家計部門に関わる税制改正案

| (兆円)                           |       |
|--------------------------------|-------|
| 検討内容                           | 増減税額  |
| 所得税・住民税の配偶者控除(課税所得1000万円以下)の廃止 | -0.96 |
| 所得税・住民税の成年扶養控除(23～69歳)の廃止      | -0.35 |
| 給与所得控除の所得制限                    | —     |
| 所得税の税率構造の見直し                   | —     |
| 相続税の基礎控除の縮小                    | —     |
| 相続税の税率構造の見直し                   | —     |
| 新築住宅に係る特例措置(固定資産税)の廃止          | -0.15 |
| 上場株式等の配当・譲渡益に係る軽減税率の廃止         | —     |

(注) 政府税制調査会で検討俎上にある税制改正案のうち、家計部門に関わる主要な改正案を抜粋したものの増減税額は推定可能である政策に関してのみ、野村證券金融経済研究所で推定したものであり、今後変更される可能性がある。

(出所) 政府税制調査会、財務省、国税庁資料より野村證券金融経済研究所作成

各種政策は 2011 年度の個人消費を押し上げるが、12 年度以降は失効する見通し

既に決定されている政策に、実現可能性が高いとみられる政策を加えたうえで、個人消費に与える影響を計算すると、2010 年度は前年の定額給付金効果の剥落により 0.08%ポイントの押し下げとなった(図表 2-5)。ただし、恒久的な政策の効果は徐々に表れることから、2011 年度には 0.21%ポイントの押し上げ効果が期待できる。2012 年度以降は現時点での仮計算であるが、政策効果は失われる見通しである。

（図表 2-5）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

| (%ポイント)    |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 |
| 実質民間最終消費支出 | 0.23   | -0.08  | 0.21   | 0.04   | -0.47  |
| 実質GDP      | 0.14   | -0.04  | 0.17   | -0.01  | -0.30  |

(注) 1. 2009 年度に支給された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。

2. 図表 2-3 に記載した政策が実施されたと仮定して試算。

(出所) 政府税制調査会、財務省、国税庁、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

### (3) 個人消費は所得環境の好転に支えられて安定基調へ

個人消費は政策効果その他の特殊要因により振れが大きくなる展開が続いている。では、そういった特殊要因を除いた個人消費の基調はどのような動きとなっているのだろうか。

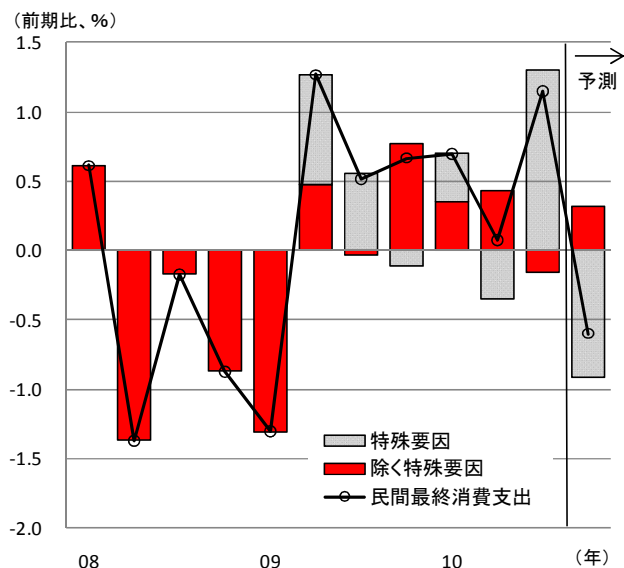
#### 特殊要因を除いた基調的な消費も概ねプラスの伸び

図表 3-1 は、個人消費の伸びを、民主党政権の家計部門向け政策、エコポイント制度、エコカー補助金制度、猛暑効果、たばこ税引き上げの影響といった特殊要因による消費の伸びと、その他の消費の伸びとに分解したものである。消費の基調的な部分も、2009 年 4-6 月期以降、概ねプラスの伸びを維持していることがわかる(2010 年 7-9 月期は自動車販売の急増など特殊要因による伸びが特に大きかったために、代替効果により基調部分の消費も減少したと考えられる)。

#### 個人消費は、所得面の好転に支えられて、より安定した伸びへ

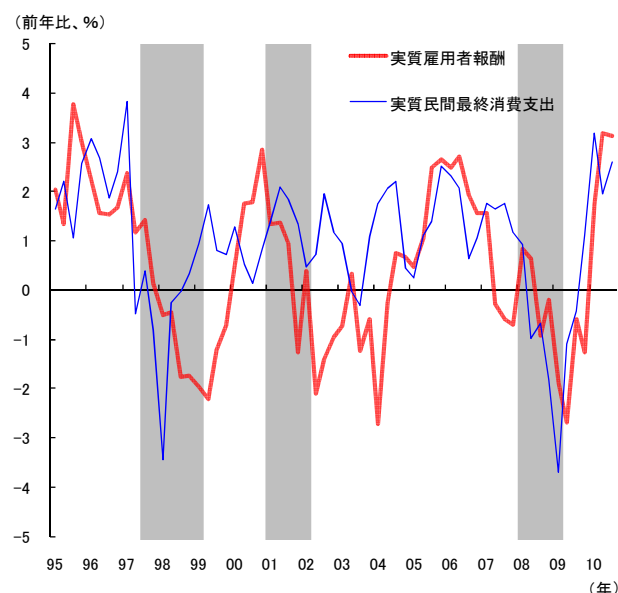
また、実質雇用者報酬が 2010 年初めより 3 四半期連続で前期比プラスの伸びを維持するなど、所得環境が改善しつつあることも個人消費にとっては追い風となろう(図表 3-2)。我々の推計によれば、冬季ボーナス(民間企業)も前年比+1.8%と小幅ながら改善基調が継続する見通しである。個人消費は経済対策の効果により、雇用情勢の改善に先駆けて増加傾向を示してきたが、政策効果剥落の後には、所得面の好転に支えられて、より自立的で安定した回復基調を辿ることが期待されよう。

(図表 3-1) 個人消費は基調的にはプラスの伸び



(注) 特殊要因は、図表 2-3 に示した政府の家計部門向け政策と、エコポイント制度対象の家電売上、エコカー補助金制度対象の自動車売上、猛暑効果、たばこ税引き上げの駆け込み需要やその反動の影響を合計したもの。  
(出所) 内閣府、総務省、気象庁、自動車販売連合会、社団法人日本たばこ協会資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 3-2) 賃金と個人消費



(注) 網掛けは景気後退期を示す。  
(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

#### (4) 雇用は 2011 年 1-3 月期まで停滞する可能性も

##### 7-9 月期には雇用情勢は改善

雇用情勢は、7-9 月期には緩やかな改善であった。失業率は 6 月に 5.3% まで上昇した後に改善傾向へと転じ、9 月には 5.0% と金融危機以後最善の水準（1 月、2 月の 4.9%）に近づいた。7-9 月期の雇用情勢について内訳をみると、雇用者数の増加（前期比+0.8%）、失業者数の減少（同-2.1%）、労働力率の上昇（前期差+0.2%ポイント）などが確認できる（図表 4-1）。ただし、7-9 月期における雇用情勢の改善は 4-6 月期の悪化を一部打ち消す程度の動きに過ぎず、本格的な回復とは程遠い。

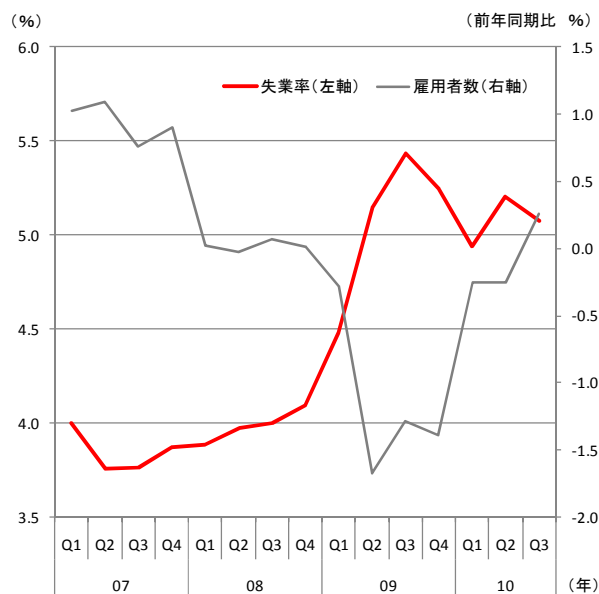
##### 雇用者数は鉱工業生産に連動して伸び悩む可能性

また、景気が踊り場局面入りしたことによって、目先の雇用情勢は足踏みを続けると予想される。図表 4-2 によれば、雇用者数の動きは鉱工業生産指数の動きに 1 四半期ないし 2 四半期程度遅行して推移する傾向がある。既に鉱工業生産指数は 7-9 月期に前期比-1.8% と低下しており、周辺統計によれば 10-12 月期も減少が続く見込みである。

##### 本格的な回復は 2011 年後半以降となろう

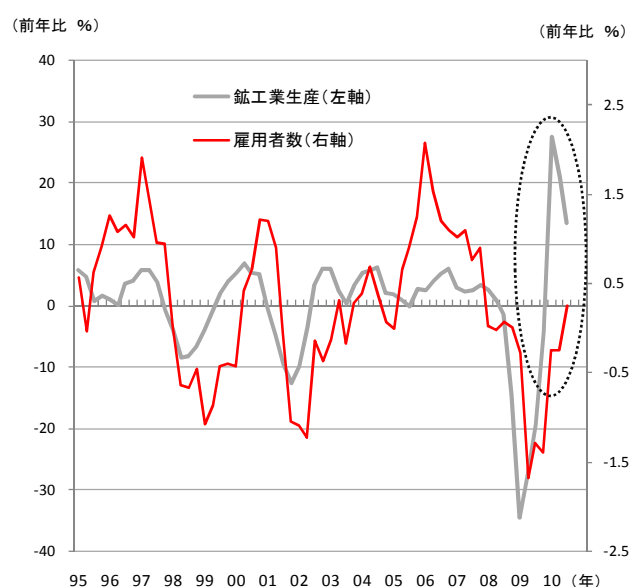
また、『日銀短観』の雇用判断 D I（全規模・全産業ベース）に 1 四半期程度の先行性を持つ PMI 雇用判断指数も 10 月まで 3 カ月連続で悪化が続いている。企業の雇用過剰感も 9 月まで緩和が続いてきたが、足元で緩和ペースが鈍化、あるいは停滞する可能性があると言えよう。以上を踏まえると、雇用情勢は 2011 年 1-3 月期前後まで停滞する蓋然性が高い。雇用者数の増加を伴う本格的な失業率の低下は、輸出、鉱工業生産の再加速の恩恵を受け始める 2011 年後半以降となろう。

（図表 4-1）失業率と雇用者数



（出所）総務省、厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 4-2）鉱工業生産指数と雇用者数の推移



（出所）総務省、経済産業省資料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。

## 素早い回復を見せる賃金動向

既述したように、雇用情勢が停滞する中で実質マクロ賃金は堅調に推移してきた。過去の景気回復局面における賃金の動向をみると、鉱工業生産がボトムを付けた後も実質マクロ賃金は減少が続く傾向がある(図表4-3)。しかし、今回の景気回復局面における実質マクロ賃金は鉱工業生産とほぼ同時にボトムを打っており、これまでの経験則と比較して持ち直しが早い。内訳をみると、景気に敏感に反応する所定外給与や特別給与に加えて、早くから所定内給与の回復が見られる(図表4-4)。

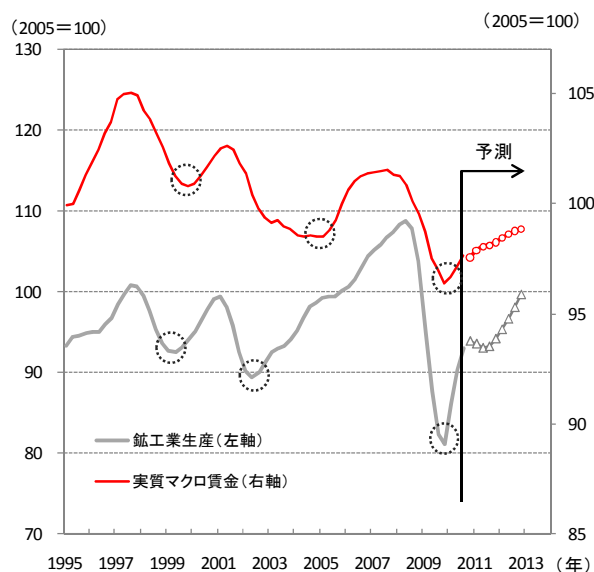
## 背景には労働時間の急激な調整がある

賃金が素早い回復を見せている背景には、今回の景気後退・回復局面では、労働時間の調整幅が大きかった点が挙げられよう。特に調整が大きかった所定外労働時間は、2009年1-3月期に前年同月比-19.3%と大幅に減少したのち、2010年4-6月期には同+10.8%まで上昇しており、毎月勤労統計で確認可能な1991年以降では最大の落ち込みと伸びを記録した。

## 賃金は緩やかな回復が継続しよう

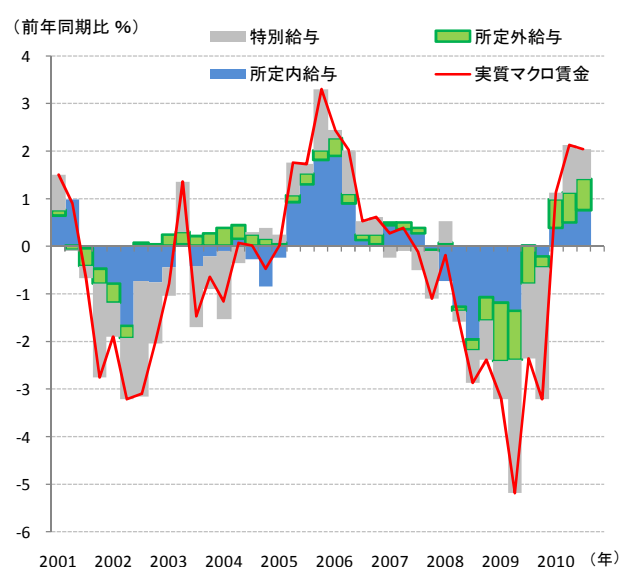
鉱工業生産の鈍化と稼働率の低下を受けて、足元では賃金も伸びが抑制されるものと考えられる。しかし、生産活動の停滞が短期的な調整に留まるとの見通しに基づけば、緩やかに変動する賃金は前年比ベースの改善が継続すると見込まれる。

(図表4-3) 鉱工業生産と実質マクロ賃金の推移



(注) 1. 計数には4四半期移動平均を施した。  
2. 実質マクロ賃金は雇用者数×実質現金給与総額の計数  
(出所) 総務省、経済産業省、厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表4-4) 実質マクロ賃金の寄与度分解



(注) 実質マクロ賃金は雇用者数×実質現金給与総額の計数  
(出所) 総務省、厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

## (5) 問われる設備投資の回復力

設備投資は着実に回復も、依然として悲観論が根強い

2010 年 4-6 月期の実質民間設備投資は前期比+0.8%と、前期の同+1.8%からはペースを落としたものの、4 四半期連続での回復を記録した。設備投資が緩やかながらも着実に回復しているにもかかわらず、国内では設備投資に対する悲観的な見方が依然として根強い。悲観論の論拠としては主に、人口減少に伴う市場規模の縮小や国内での期待収益率の低迷、他国と比較して相対的に高い法人税率といった構造的要因と、円高や景気低迷観測といった循環的要因が併存している。

構造的な設備投資抑制要因はあるが、目先の回復を阻害するほどではない

前者に対して我々は、日本企業による海外設備投資の割合は趨勢的に上昇してきたものの、国内での設備投資も含めた総設備投資の 2 割程度に過ぎない上に、国内の設備ストックの規模や設備のヴィンテージ（平均使用期間）から見ても一定の更新需要が見込まれることを指摘してきた。

景気が踊り場を迎える中で回復傾向を維持できるかが焦点

今後注目されるのは、むしろ循環的側面から見て、設備投資が回復軌道を迎えることができるか、であろう。鉱工業生産は輸出の回復と各種経済対策の恩恵もあり、2009 年 2 月を底に急回復し、これと平仄を合わせて稼働率も大幅に上昇してきた。ただし、日本経済が踊り場局面入りしたことを受け、目先、生産、稼働率ともに下振れする公算が強まっている。稼働率と設備投資の高い相関に照らせば、循環的要因に依拠した設備投資に対する悲観論もあながち否定できない。ただし、我々は以下 3 つの理由から、設備投資の腰折れリスクは小さく、堅調な回復軌道をたどると予想している。

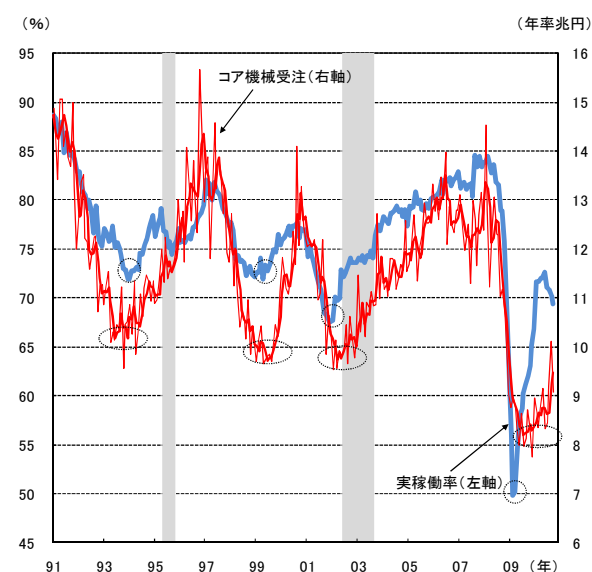
短期的な生産の振幅に対する設備投資の感応度は低い

第 1 に、景気の踊り場局面における短期的な生産調整や稼働率の低下に対し、設備投資は必ずしも敏感に反応する訳ではない。既述したように、日本経済は 1995 年や 2003 年前後に踊り場局面を迎えたが、図表 5-1 で確認できるように、稼働率が下振れする中でも設備投資は概ね堅調に推移している。生産が短期的な需要に敏感に反応して調整される一方で、設備投資は比較的長めの事業戦略に基づいて実施されることから、一時的な生産の振幅に対する感応度は低いと考えられる。

輸出下振れによる直接効果も限定的

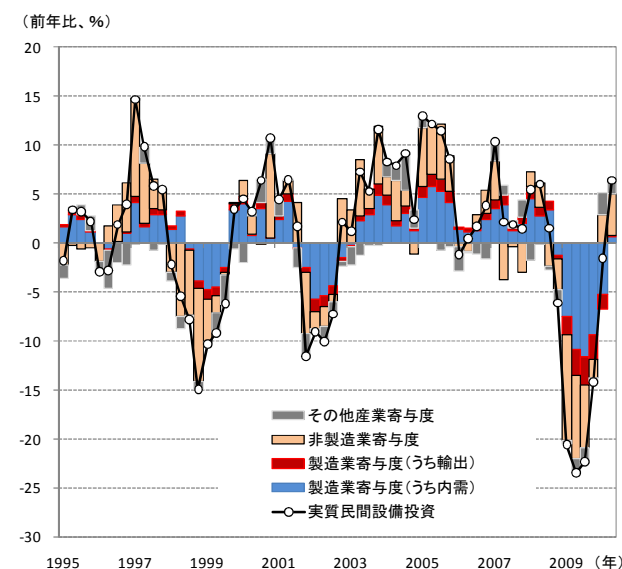
第 2 に、目先予想される輸出の下振れが、足下の設備投資に与える影響は軽微なものに留まる可能性が高い。産業別の実質設備投資動向（2010 年 4-6 月期：進捗ベース）に着目すると、前年比+6.4%の上昇率のうち製造業の寄与度が同+0.8%、非製造業は同+4.2%と、足下の設備投資回復は圧倒的に非製造業の影響が大きいこと分かる（図表 5-2）。ただし、過去の先行・遅行関係を見れば、今後は製造業の設備投資が立ち上がり、全体の押し上げに寄与することが期待される。このような局面で、輸出の動向が設備投資の動向にどの程度影響するかが注目される。

(図表 5-1) 稼働率と機械受注



(注)1.製造業稼働率は、稼働率指数を実稼働率に換算したもの。  
 2.網掛け部は景気踊り場局面。  
 3.機械受注の細線は実績値、太線は3カ月移動平均値。  
 (出所) 経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 5-2) 設備投資の寄与度分解



(注)1.新設備投資(進捗ベース)。  
 2.製造業の内外需寄与は鉱工業生産統計・出荷ベースのウェイトを用いて算出。  
 (出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

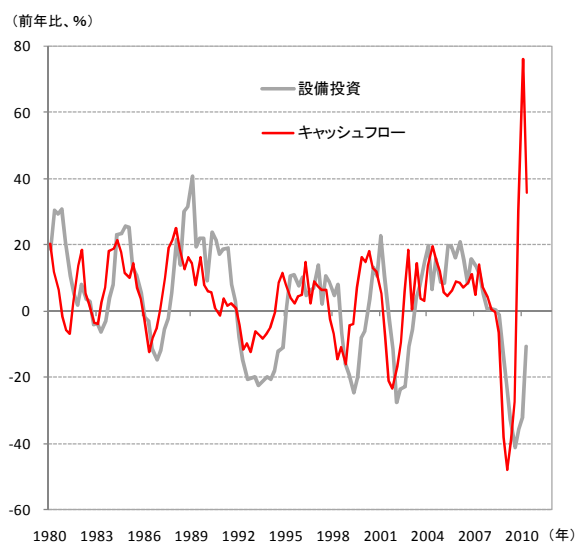
### 設備投資の輸出依存度は足下で7.3%程度

出荷統計を用いて 2010 年上期(暦年ベース)に国内で生産された財のうち輸出向けの割合を算出すると、21.8%である。これは 1980 年以降で最大であり、国内鉱工業生産の輸出依存度が高まっていることが確認できる。同時期に実施された設備投資のうち、製造業のウェイトは 33.4%であり、設備投資の輸出依存度はわずか 7.3%(=21.8%×33.4%)に過ぎない(ここでは短期的な輸出変動の影響をみるため波及効果は勘案していない)。このことから、短期的な輸出の変動が設備投資に与える影響は、非常に軽微である可能性が窺える。

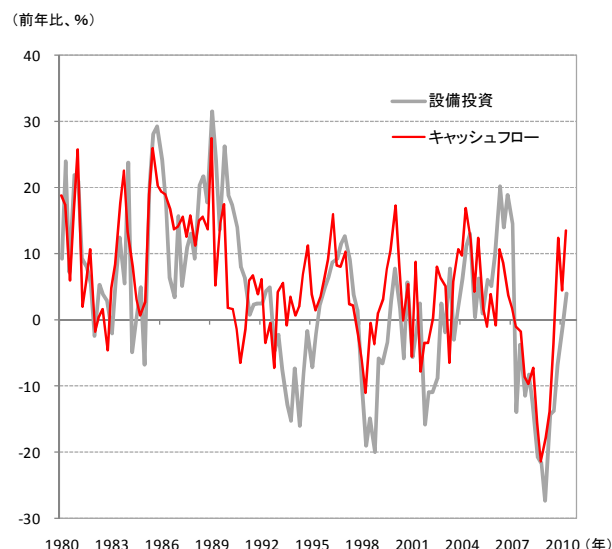
### 企業のキャッシュフローは大幅に改善

第3は、企業収益の改善に伴うキャッシュフローの回復が、設備投資の回復を促す可能性が高い点だ。過去の経験を振り返ると、製造業、非製造業ともに企業のキャッシュフローが設備投資に1四半期程度先行する形で、両者は高い相関関係を有している(図表 5-3、5-4)。企業の経常利益(法人企業統計(季報)ベース)は、足下で製造業・非製造業ともに大幅に改善し、4-6 月期のキャッシュフローは前年比+35.8%、同+13.6%へとそれぞれ急上昇している。この結果、設備投資/キャッシュフロー比率は製造業では 44.4%、非製造業では 51.7%とともに過去最低水準を記録した。この点から、企業は潤沢な資金を抱えており、設備投資の回復が継続し易い状況にあることが改めて確認できる。



(図表 5-3) 製造業(全規模)の  
キャッシュフローと設備投資

(注) キャッシュフロー＝(経常利益×0.5)＋減価償却費として試算。  
(出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 5-4) 非製造業(全規模)の  
キャッシュフローと設備投資

(注) キャッシュフロー＝(経常利益×0.5)＋減価償却費として試算。  
(出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

## 2010 年度の経常利益 は大幅に上昇する見込み

『日銀短観』(9 月調査)によると、企業の 2010 年度経常利益計画は前年度比+24.6%と、円高が進行する中でも 6 月調査時点の同+19.7%から上方修正された(図表 5-5)。1993 年度以降の景気拡大局面においては、経常収益は 6 月調査時点の計画値から平均して 5.9%ポイント程度上方修正される傾向にある。近年では、企業は慎重な見通しを提示し、最終的に実績段階で上方修正するパターンが繰り返されている。足下までの決算発表を概観しても、計画比で上振れる決算が比較的多くなっているにもかかわらず、先行きに関しては依然として慎重な見方を崩していないようだ。このため、日本経済が再度景気後退に陥るような事態にならないければ、企業の収益は計画比で下振れるリスクは限定的であり、潤沢なキャッシュフローが設備投資の支援要因として作用することが期待できる。

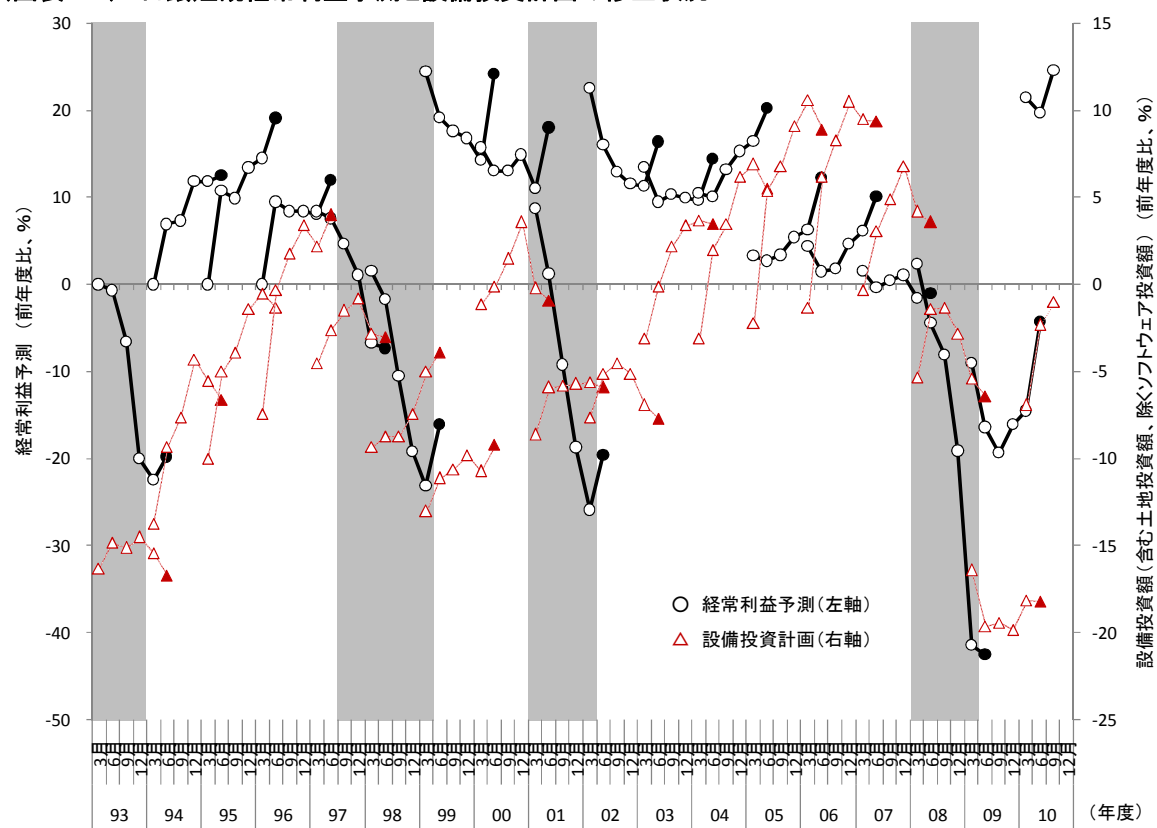
## 設備投資も着実な回復 が予想される

同じく企業の設備投資計画(含む土地投資額)をみると、9 月調査時点では前年度比-1.0%と前回調査から小幅上方修正されたものの、依然として低水準にある。ただし、過去の実績を振り返っても、経常利益計画が高水準で推移する状況下では、企業の設備投資計画は時間とともに上方修正される傾向がはっきりと見て取れる。

## 設備投資は今後も景気 の下支え要因に

以上の諸点を勘案すれば、設備投資は緩やかながらも着実な回復を継続する公算が大きいと判断できる。我々は、2011 年度下半期以降、日本経済は再び回復局面へと回帰し、2012 年度にかけて安定回復を続けると予想している。このような状況下では、設備投資も堅調な回復を続け、景気下支え要因として作用すると考えられる。

(図表 5-5) 日銀短観経常利益予測と設備投資計画の修正状況



(注) 1. 全規模・全産業の計数。  
 2. ●および▲は実績を示す。  
 3. 2004 年 3 月調査より新ベースに移行している。また、設備投資計画は 2009 年以降、リース会計対応ベース。  
 4. 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。  
 (出所) 日本銀行、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

## (6) 輸出の再加速は 2011 年半ば以降

### 7-9 月期の実質輸出は減速傾向を明確にした

7-9 月期の実質輸出は前期比+2.4%と、市場予想（前期比+1.5%）を上回った一方で、先行き減速感が高まっている。日本銀行公表の実質輸出は、7-9 月期に前期比-0.4%と 6 四半期ぶりの減少に転じている。『貿易統計』・地域別輸出数量指数でみると、輸出減速の主因は、アジア向け輸出の減少と欧州向け輸出の大幅な減速である。アジア向け輸出は 4-6 月期以降、2 四半期連続で減少、4-6 月期に同+13.6%の大幅増となった欧州連合 (EU) 向け輸出も 7-9 月期には同+0.9%まで急減速した。一方で、米国向け輸出は同+4.6%へと小幅減速したに留まっている（4-6 月期：同+6.3%）。ただし、先行きに関しては、大幅に減速する可能性が高まっている。我々は、10-12 月期の実質輸出（GDP ベース）は前期比-0.7%と減少に転じると予想している。

### 実質輸出が回復に向かいやすい理由

ただし、以下の理由から、輸出は減速・減少局面から抜け出しやすくなっていると考えられる。第一に、アジアを中心とした世界景気回復の恩恵である。野村グローバル・エコノミスト・チームでは世界景気の減速は短期に留まり、2011 年 4-6 月期には再度加速すると予測している（図表 6-1）。

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

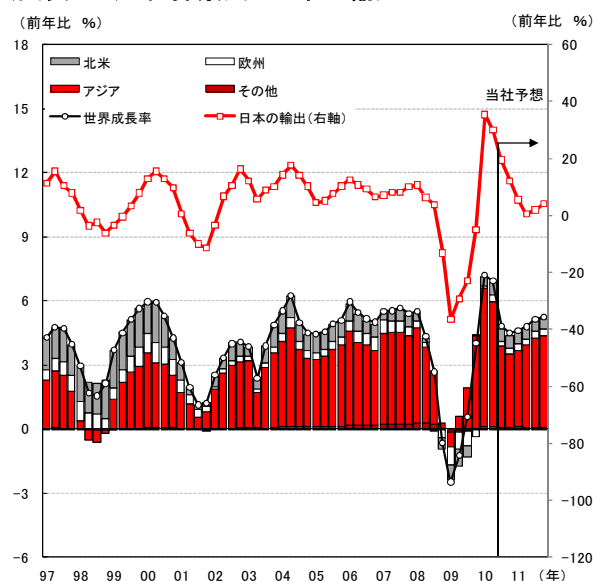
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、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

特に中国を筆頭としたアジア景気の回復が、世界景気をけん引する見通しである。日本の輸出先に占めるアジアの割合は、既に 54.2%と過半を占めており、日本経済はアジア景気回復の恩恵を受け易い構造を有している(2009 年平均の値)。

### 輸出の調整速度が短期化・安定化している

第二に、世界景気や為替の変動に対して輸出が適切水準に調整するために要する期間が短期化している点である。図表 6-2 によると、為替の振幅は期間を通じてほぼ同じだが、1990 年代前半と比較して 2000 年以降は輸出の調整期間が短期化・安定化したことが分かる。

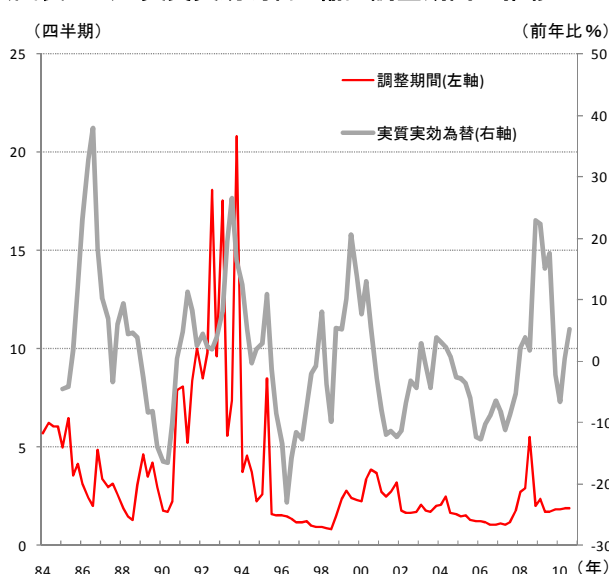
(図表 6-1) 世界景気と日本の輸出



(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。輸出割合は 2000 暦年の値。  
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

(図表 6-2) 実質実効為替と輸出調整期間の推移



(注)実際の輸出は最適水準との乖離のうち、毎期入だけ調整されると仮定し、世界景気と為替で輸出を説明する関数を推計した。調整期間は  $1/\lambda$  として計算した。

(出所)経済協力開発機構(OECD)、財務省、日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

### 高まる企業の海外進出に伴う景気抑制懸念

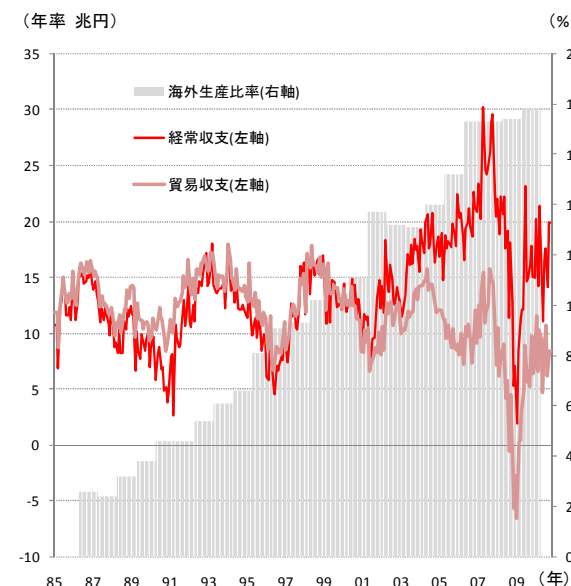
一方で、7-9 月期にかけて円高が急速に進行したことを受け、本邦企業の海外進出が加速するのではないかと懸念する向きもある。円高により輸出製品の価格競争力や収益性が落ちることに対処するため、企業が海外での生産比率を高める結果、世界景気拡大の恩恵が国内に及びにくくなり、国内経済に対して下押し圧力がかかるのではないかと、あるいは景気回復が妨げられるのではないかと、との懸念である。確かに、日本からの輸出が海外拠点からの販売に切り替わっていけば、国内の生産活動は縮小していくと考えられる。

### 黒字を維持し続けてきた経常収支

しかし、経常収支や貿易収支は循環的に増減を繰り返しており、海外生産比率が高まることに応じて傾向的に減少していく様子は確認されない(図表 6-3)。このように海外生産比率が高まる中でも経常収支や貿易収支が高水準を維持する背景として、主に 2 点が挙げられる。第一に、海外販売が

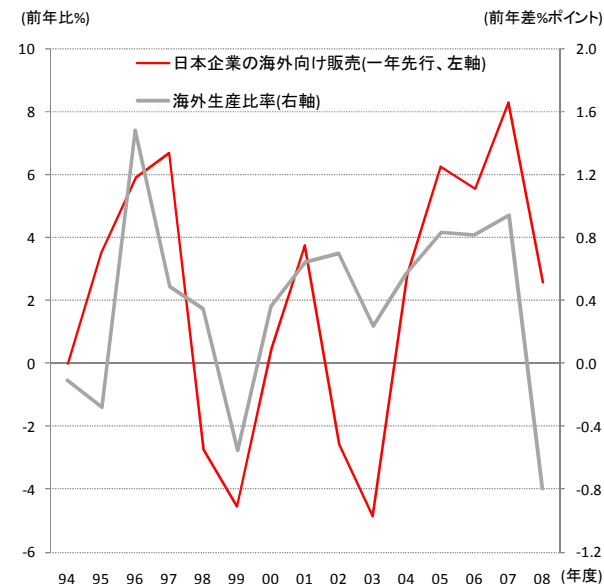
拡大した後に海外生産比率が高まる傾向がある（図表 6-4）。企業は、世界景気の回復を確認してから海外進出を本格化させていると考えられる。この結果、海外生産比率が高まる時期は日本の輸出が伸びやすい時期に重なるため、日本の輸出が海外子会社による生産へと代替される効果が減殺されていると見られる。

（図表 6-3）貿易収支と海外生産比率の推移



（注）海外生産比率は内閣府『企業行動に関するアンケート調査』による。  
（出所）財務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 6-4）海外向け販売と海外生産比率の推移



（注）海外生産比率は「海外現地法人売上高/（国内売上高+海外現地法人売上高）」として計算。海外向け販売は「日本から海外現地法人以外への輸出+海外現地法人の日本以外への売上」として計算。海外現地法人の値には経済産業省『海外事業活動基本調査』を使用。  
（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

## 海外での設備投資は国内と一致か遅れて始動

企業の海外進出には世界景気拡大が伴っているという傾向は、設備投資の動向からも確認できる。海外の設備投資が加速するタイミングは、国内の設備投資が加速するタイミングと同じ、もしくはその後となっている（図表 6-5）。企業は、世界景気の持ち直し傾向が十分確認できた後になって、海外の生産設備の拡大に踏み切っている模様である。

## 企業の海外進出は輸出に好影響を及ぼす面も

第二に、海外現地子会社が原材料・中間財を調達する先として、日本の割合が依然として高い。現地子会社による調達先比率の推移を見ると、日本の割合は 2000 年代前半に一時的に低下したものの、その後は一定の水準を維持している（図表 6-6）。この結果、現地子会社の生産が拡大する際には、日本から現地子会社に向けた輸出も伸びると考えられる。

## 企業の海外進出による悪影響は顕在化しにくい

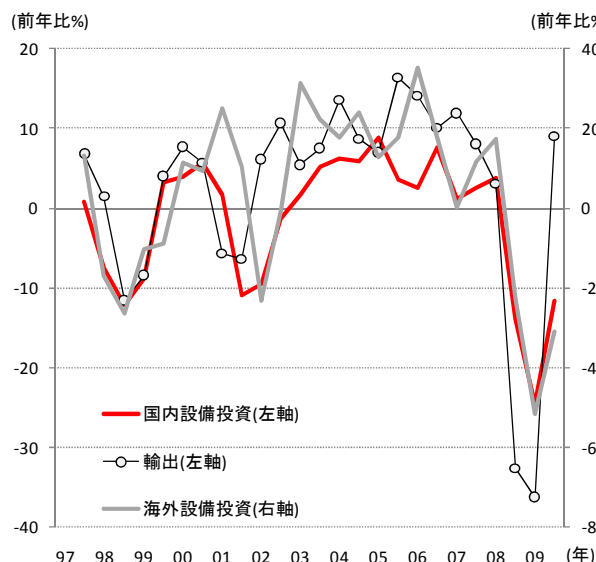
確かに、企業の海外進出は輸出代替効果を有しており、輸出の抑制要因として作用する面がある。一方で、国内から海外現地子会社向けの輸出を誘発する経路を通じて、押し上げ方向に作用する面もある。この点を踏まえば、世界景気の持ち直し局面では日本の輸出はその恩恵を受け、再び増勢を強めていくと予想される。



2011 年半ば以降、輸出  
の再加速を予想

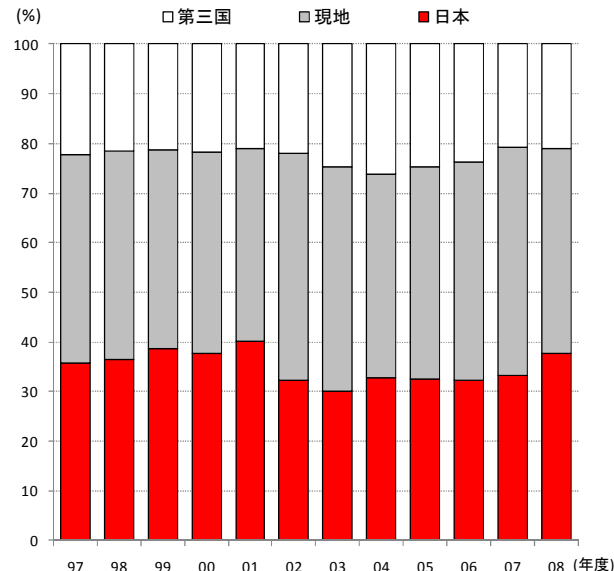
総じて、我々は 2011 年にかけて輸出は減速するものの、海外景気回復の恩恵と円高圧力の緩和を背景に、2011 年半ば以降は輸出が再び回復基調を明確化すると予想している。

(図表 6-5) 国内・海外設備投資と輸出の推移



(注)海外設備投資は経済産業省『海外現地法人四半期調査』の値。  
(出所)経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 6-6) 現地子会社の調達先比率の推移



(注)経済産業省『海外事業活動基本調査』の仕入高に占める各地域の内訳。  
(出所)財務省、経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

## (7) 追加景気対策の発動

2010 年度補正予算成  
立へ

政府は 10 月 26 日に総額約 5 兆 900 億円の追加経済対策を柱とする 2010 年度補正予算案を閣議決定した。同案は 10 月 29 日に補正予算を国会に提出し、11 月 16 日に衆議院本会議で可決された。野党が過半数を占める参議院で同案は否決される見込みだが、否決後、両院協議会を経て憲法の規定により衆院の議決が優先され成立する運びとなろう。

国債発行増額は回避

財源には税収の上振れ 2 兆 2,470 億円のほか、市場金利の下振れによる国債費の不用額 1 兆 2,300 億円、09 年度剰余金 8,123 億円などが充てられ、国債発行の増額は見送られる。経済対策のための補正予算で国債発行の増額が見送られるのは 1999 年度第 1 次補正予算以来、実に 11 年ぶりのことである。これは政府の財政健全化の姿勢を裏付けるものである。

「ねじれ国会」下で野  
党の意見を最大限受け  
入れ

今回の経済対策で特徴的なのは、第 1 に国債増発を回避して中長期的な財政健全化の方針を維持した点、第 2 に、「ねじれ国会」の下で、野党との政策協調を進めつつ補正予算の成立をはかるために、野党側の意見を最大限受け入れた点である。規模については、公明党が提案した 4 兆円、自民党が提案した 5 兆円の対策規模に合わせる努力が図られた。さらに内容的に

も地域活性化、社会資本整備など自民党、公明党の意見を大きく反映させるものとなっている。この結果やや総花的となり、政策の目的がやや不明確になった感はある。

### 公共投資削減という政策路線は軌道修正

しかし他方で、自民党、公明両党の意見を強く反映させた結果、公共投資の比率が高まり、これが経済対策の短期的な景気浮揚効果を大きくする方向に働くことも期待される。「ねじれ国会」の下、公共投資削減という従来からの民主党の経済政策の柱が軌道修正を迫られた感がある。対策の目玉の一つとなったのは、公明党の主張を反映させた「地域活性化交付金（仮称）」の新設である。これは地域活性化の切り札で、観光地における電線地中化など、公共事業に多く活用されると考えられる。公共事業では、医療・福祉機関の整備、学校、上下水道等の耐震化、河川などでの防災強化など国民生活に深く関わる内容が含まれ、さらにミッシングリンクの解消、羽田空港の拡充など、波及効果が高いと見込まれる都市部での社会資本整備も含まれた。これらは従来型の公共投資とはやや性格を異にするものであり、一定の評価ができる。

### 実質 GDP 押し上げ効果は+0.6%

今回の経済対策の景気浮揚効果を当社が概算したところ、実質 GDP 押し上げ効果は+0.6%程度となった。これは政府の示した数字と同じであり、実質 GDP 押し上げ効果 0.6%程度、雇用創出・下支え効果は 45～50 万人程度とされている。

（図表 7-1）追加経済対策の規模と経済効果

|                            | 国費【兆円】                     | 事業費【兆円】 | GDP押し上げ効果<br>試算値【兆円】        |
|----------------------------|----------------------------|---------|-----------------------------|
| 1.雇用・人材育成                  | 0.3程度<0.3程度>               | 0.3程度   | 0.13                        |
| 2.新成長戦略の推進・加速              | 0.4程度<0.3程度>               | 1.3程度   | 0.12                        |
| 3.子育て、医療・介護・福祉等の強化による安心の確保 | 1.1程度<1.1程度>               | 1.4程度   | 0.36                        |
| 4.地域活性化、社会資本整備、中小企業対策等     | 3.1程度<3.1程度>               | 17.8程度  | 1.84                        |
| 地方交付税特別会計への繰入を除けば          | 1.8程度<1.8程度>               | 16.5程度  |                             |
| 5.規制・制度改革                  | —                          | —       | 0.00                        |
| 合 計(①)                     | 4.9程度<4.9程度>               | 20.8程度  | 2.46                        |
| 地方交付税特別会計への繰入を除けば          | 3.6程度<3.5程度>               | 19.5程度  |                             |
| 公共事業の契約の前倒し(②)             | 0.2程度<0.2程度><br>限度額ベース     | 0.25程度  | 0.18                        |
| 再 計(①+②)                   | 5.1程度<5.05程度><br>国費・限度額ベース | 21.1程度  | 2.63<br>(2010年度名目GDP比0.55%) |
| 地方交付税特別会計への繰入を除けば          | 3.8程度<3.7程度><br>国費・限度額ベース  | 19.8程度  |                             |

(注) 1.<>内は一般会計ベース。

2.GDP 押し上げ効果試算値は野村證券金融経済研究所による。

(出所) 政府資料より野村證券金融経済研究所作成



## 年明け後の景気を下支え

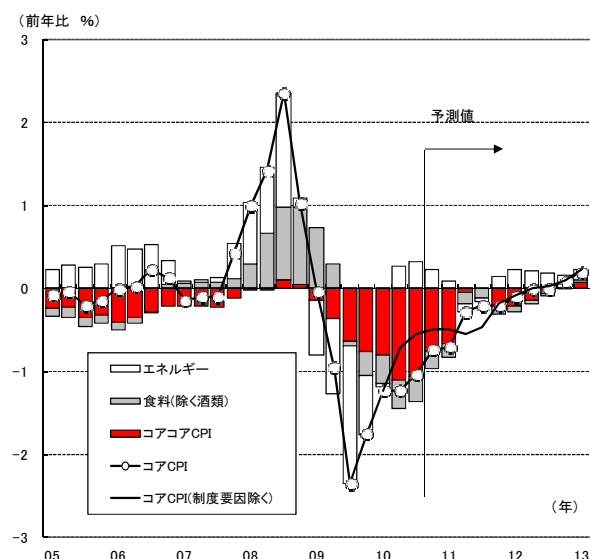
今回の経済対策は、以下の4点から評価できる。第1に、国債発行増発を回避して中長期の財政健全化の方針を維持した、第2に、その制約の中で、比較的大きな規模の対策にまとめ上げられた、第3に、公共投資の比率が比較的高いことから、短期的な景気浮揚効果が高められた、第4に、公共投資も従来型とは異なる比較的波及効果の大きい項目が多いとみられる。追加財政政策に加えて、政府は為替の安定確保を目指して為替介入を実施、また来年度税制改革で法人税率引き下げを目指している。後述する日銀の「包括緩和策」と合せて、まさに政策総動員の様相が強まっているのである。日本経済は既に「踊り場局面」に入ったとみられ、今後さらに減速傾向を鮮明にさせることが見込まれる。しかし今回の経済対策及びその他の政策総動員は、日本経済の「本格景気後退局面」入り回避に貢献しよう。

## (8) デフレ脱却は2012 年下半年期

### 根強いデフレ圧力

需給改善がデフレ圧力を緩和する傾向は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(食料・エネルギーを除くCPI)は9月に前年比-1.5%となり、6月から4カ月連続で同じ下落率を示した。4・5月の同-1.6%からは下落率を縮小させているものの、そのペースは低調である。景気回復を受けて需給ギャップは改善傾向を続けていくと見られるものの、CPIの基調部分が早期にマイナスを脱却するとは考えにくい。

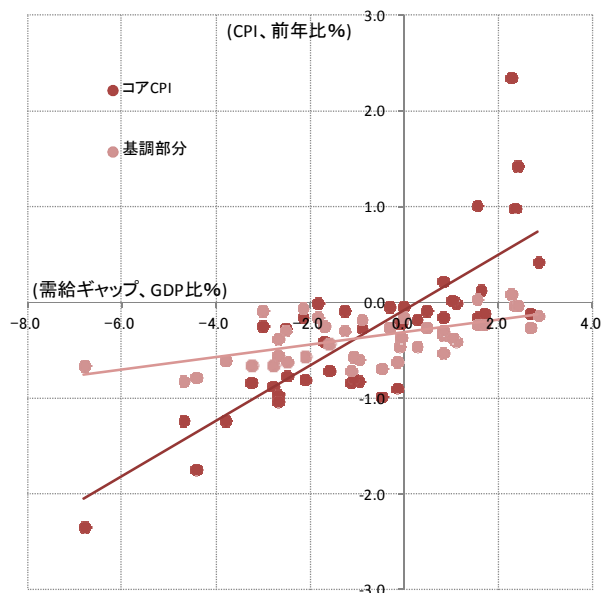
(図表 8-1) コア CPI の推移



- (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81.0ドル/バレル、91.0ドル/バレル、97.0ドル/バレル、円ドルレートが85.0円/ドル、84.0円/ドル、85.0円/ドル。  
3.「制度要因」は、2010年4月における公立高校授業料の無償化、私立高校授業料の減額、診療報酬の引き上げ、2010年6月における一部高速道路無料化(CPIには7月分より反映)、2010年10月におけるたばこ税の引き上げ。

(出所)総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 8-2) CPIと需給ギャップの関係



- (注)1.2000年1-3月期～2010年7-9月期。

- 2.需給ギャップは、(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDPとして計算。

(出所)内閣府、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

## 国際商品市況の上昇によりコア CPI はプラス化

しかし、コア CPI 上昇率がプラス化するためには、必ずしも基調部分の伸びがプラス化することが必要となるわけではない。CPI と需給ギャップの関係を確認すると、需給ギャップが改善した時に基調部分よりもコア CPI の方が大きく動く傾向がある（図表 8-2）。世界景気の持ち直しを受けて日本の需給ギャップが改善する時には、国際商品市況も強含み、食料・エネルギーが大きな押し上げ要因となることが背景にあると考えられる。我々は、世界景気の回復基調が続く中で、国際商品市況は 2012 年にかけて上昇を続けると予想している。基調部分が緩やかながらも下落幅を縮小させていくことに加え、食料・エネルギーが押し上げ要因になると見られることから、我々はコア CPI が 2012 年下期にプラス化すると予想している。

## (9) 日銀は「包括緩和政策」を導入

### 2009 年末以降、日銀は金融緩和を再開

日本銀行は 2008 年 12 月の金融緩和策実施を最後に、2009 年は政策変更を見送ってきた。しかし、ドバイショックによる金融市場の混乱と政府からの強い要請もあり、2009 年 12 月 1 日に臨時会合を開催し、約 1 年ぶりに追加緩和策の実施を決定した。日銀は追加緩和策実施の理由として、「国際金融面での動きや、為替市場の不安定さなどが企業マインド等を通じて実体経済活動に悪影響を及ぼすリスクがある」ことを挙げた。すなわち、円高・株安の進行を通じた、景気下振れリスクの台頭を金融緩和策の発動要件とした。結果、その後は円高の進行に応じて追加緩和を繰り返してきたものの、固定金利型の資金供給オペの増額など、どちらかと言えば、追加緩和に対して慎重なスタンスを固持してきたと評価できる。

### 日銀は「包括緩和策」を導入

景気の先行き不透明感が高まる中、一貫した円高の進行を受け、9 月 15 日には財務省・日銀は約 6 年半ぶりに円高・ドル売り介入を実施したのに続き、10 月 5 日に日銀は、「包括緩和」政策と称する異例の大型金融緩和策を導入し、従来の政策スタンスを一転させた。背景には、政府からの強い緩和要請に加え、米国が再び量的緩和政策を積極化させるとの観測から、円高圧力が一段と高まってことがあったものと推察される。

### リスクプレミアムの縮小も意図した異例の政策

日銀の「包括緩和」策は、より長めの金利低下を促すだけではなく、リスクプレミアムの縮小を意図した点で異例の政策である。具体的には、1) 政策金利の誘導目標を 0.0~0.1% への引き下げる、いわゆる「ゼロ金利政策」への移行、2) ゼロ金利政策の解除要件として「中期的な物価安定の理解」（消費者物価の前年比上昇率が+2.0%以下のプラスの領域）を明示した、時間軸効果の導入、3) エクイティ関連商品を含む資産の購入を目的とした上限 5 兆円程度の基金の創設、である（図表 9-1）。

(図表 9-1) 日銀の「包括的金融緩和」策

| 政策                  | 内容及び効果                                                                   |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <1>無担保コール翌日物金利の誘導目標 | 0.1%→0.0%-0.1%へ引き下げ<br>資金供給額の政策が撤廃され、実質ゼロ金利政策へ                           |
| <2>時間軸の明確化          | 「物価安定の理解」(CPI上昇率0.0~2.0%)をゼロ金利の解除要件として設定。<br>早期利上げ期待を抑制し、長期金利の低位安定推移を促す。 |
| <3>新基金の創設           | 固定金利型・共通担保オペ(30兆円)、資産等買入基金(5兆円)。                                         |
|                     | (5兆円の内訳は別表参照。)                                                           |
|                     | ETF、J-REIT等のエクイティ商品の購入を実施。                                               |
|                     | より長めの金利低下、リスク・プレミアムの縮小に働きかけ。                                             |
|                     | 銀行券ルールに縛られない形で、長期国債買入額の増額が可能<br>量、質両面で追加金融緩和余地が拡大。                       |

(出所) 日本銀行資料等より野村證券金融経済研究所作成

(図表 9-2) 「資産買入等の基金」の運営の概要

| 買入対象                            | 買入限度額 <sup>(注1)</sup> | 買入条件                                                          |
|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------------------------------------|
| 長期国債 <sup>(注2)</sup>            | 1.5兆円                 | 残存期間1年~2年の既発債                                                 |
| 国庫短期証券 <sup>(注2)</sup>          | 2兆円                   | 既発行のもの                                                        |
| コマーシャルペーパー(CP)等 <sup>(注2)</sup> | 0.5兆円                 | CP: a-2格相当以上<br>資産担保CP(ABCP)、不動産投資法人CP: a-1格相当                |
| 社債等 <sup>(注2)</sup>             | 0.5兆円                 | 社債: BBB格相当以上、残存期間1年~2年の既発債<br>不動産投資法人債: AA格相当以上、残存期間1年~2年の既発債 |
| 指数連動型上場投資信託(ETF)                | 0.45兆円                | 東証株価指数、日経平均株価(日経225)に連動するもの                                   |
| 不動産投資信託(J-REIT)                 | 0.05兆円                | AA格相当以上で信用力に問題のないもの<br>取引所で売買成立日数が年間200日以上、累計額200億円以上         |

(注) 1. 買入限度額は目途である。

2. 0.1%を下限利回りとした利回り格差で入札(コンベンショナル方式)。

3. 買入期間については、買入れの開始から1年後が目途。

(出所) 日本銀行資料等より野村證券金融経済研究所作成

## 2013 年末まででも、 ゼロ金利政策は継続

今回の決定は、ゼロ金利政策の導入により資金供給額の制約を大幅に緩和すると同時に、ゼロ金利政策の解除要件を明示することにより、より長めの金利に低下圧力をかけ、景気回復局面においても早期に長期金利が上昇するのを抑制することを意図していると読み取れる。我々の物価見通しに基づけば、2013 年末まではゼロ金利が継続する見込みだ。

## 最大の目玉は、5 兆円 の資産買入基金の創設

今回の対策の最大の目玉は新基金の創設であり、日銀は1年程度をかけて、長期国債(1.5兆円)、短期国債(2兆円)に加え、コマーシャル・ペーパー(CP)、社債を各々5,000億円、更には株価指数連動型上場投資信託(ETF)を4,500億円、不動産投資信託(J-REIT)を500億円買い入ると発表した(いずれも金額は目途)(図表 9-2)。もちろん、日銀がETFやJ-REITといったエクイティ関連商品の買入を実施するのは異例であり、CP・社債に関しても、金融危機後の2009年に実施した買入オペに比べて、より低格付けのものまで対象を拡大し、クレジットリスクをとっている。

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

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

(図表 9-3) 社債(等)買入基本要領

|            | 今回                                            | 前回                                      |
|------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 検討の表明      | 2010年10月5日                                    | 2009年1月22日                              |
| 基本要領の公表    | 2010年10月28日                                   | 2009年2月19日                              |
| 買入対象資産     | 社債、不動産投資法人債                                   | 社債                                      |
| 買入対象格付     | <u>社債：BBB格相当以上</u><br><u>不動産投資法人債：AA格相当以上</u> | <u>A格相当以上</u>                           |
| 残存期間       | 社債：1年以上2年以下<br>不動産投資法人債：1年以上2年以下              | 1年以内                                    |
| 買入残高の当初上限  | <b>5,000億円程度</b>                              | <b>1兆円</b>                              |
| 一発行体あたりの上限 | 1,000億円（かつ総発行残高の25%まで）                        | 500億円（かつ総発行残高の25%まで）                    |
| 買入を行う期間    | 2011年末を目処                                     | 2009年12月まで                              |
| 買入方式       | 希望利回り較差・コンベンショナル方式                            | 希望利回り較差・コンベンショナル方式                      |
| 下限利回り      | 0.1%                                          | 残存6カ月以内：政策金利+40bps<br>残存6カ月超：政策金利+60bps |
| オファー       | 未定                                            | 毎月1回、全9回                                |
| 1回当りのオファー額 | 未定                                            | 1,500億円                                 |

(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 9-4) CP 等買入基本要領

|            | 今回                                                 | 前回                                      |
|------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 検討の表明      | 2010年10月5日                                         | 2008年12月19日                             |
| 基本要領の公表    | 2010年10月28日                                        | 2009年1月22日                              |
| 買入対象資産     | CP、ABCP、不動産投資法人CP等                                 | CP、ABCP等                                |
| 買入対象格付     | <u>CP：a-2格相当以上</u><br><u>ABCP、不動産投資法人CP：a-1格相当</u> | <u>a-1格相当</u>                           |
| 残存期間       | 定め無し                                               | 3カ月以内                                   |
| 買入残高の当初上限  | <b>5,000億円程度</b>                                   | <b>3兆円</b>                              |
| 一発行体あたりの上限 | 1,000億円（かつ総発行残高の25%まで）                             | 1,000億円（かつ総発行残高の25%まで）                  |
| 買入を行う期間    | 2011年末を目処                                          | 2009年12月まで                              |
| 買入方式       | 希望利回り較差・コンベンショナル方式                                 | 希望利回り較差・コンベンショナル方式                      |
| 下限利回り      | 0.1%                                               | 残存1カ月以内：政策金利+20bps<br>残存1カ月超：政策金利+30bps |
| オファー       | 未定                                                 | 全31回                                    |
| 1回当りのオファー額 | 未定                                                 | 3,000億円                                 |

(出所) 日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

**追加金融緩和は 2011  
年 1-3 月期と予想**

注目される今後の金融政策に関しては、日銀は引き続き円高・株安が進行すれば、追加緩和を迫られる可能性が高いと考える。今回の措置が、量的緩和と信用緩和の両面を兼ね備えているとの日銀の言を踏まえれば、新設基金の増額の形を取ろう。ただし J-REIT や低格付け債の買入増額余地は自ずと限界があり、長期国債の買入増額・長期化が中心になると予想される。金額的には現行の 5 兆円から 8~10 兆円程度への増額となろう。追加緩和実施のタイミングは、再び円高圧力の台頭が予想される 2011 年 1-3 月期との見方を維持する。一方、利上げのタイミングは 2014 年にずれ込む見通しである。



## 追加緩和を受けて景気は徐々に加速へ

2010 年 4-6 月期に景気は底を打ったとみられる。量的緩和第二弾により金融情勢が好転し、2011 年の景気の勢いが強まろう。

### 景気動向

住宅関連及び中小企業部門の抱える多額の債務、財政の引き締め、住宅市場の低調な回復、不透明感の高まり、規制コストの増加など、米国の景気回復は厳しい向かい風に直面している。だが、米連邦準備制度理事会 (FRB) が打ち出す量的緩和第二弾の影響から、株価が上昇し、(実質) 金利が低下し、銀行の貸出基準が緩和され、ドル安が進み、金融情勢は大きく改善している。このような状況を勘案し、2010 年 10-12 月期から 2011 年にかけて、厳しいなかにも景気回復に弾みがつくものと、野村では予想している。

### 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っている。9 月のコア消費者物価 (CPI) 上昇率は前年比+0.8%と、野村が底を打つと予想している水準 (同+0.6~0.7%) に接近している。野村では CPI 上昇率には引き続き下振れリスクがあるとみているが、インフレリスクはより均衡してきたと考えられる。我々は 2010 年 10-12 月期にコア CPI が底入れすると予想している。

### 財政・金融政策

FRB は 2011 年 6 月末までに 6,000 億ドルの米国債の追加購入を実施するとの意向を発表した。野村では、今回の追加の量的緩和はさらに上積みされることなく、予定額の購入後は終了すると見ている。調査結果と比べると、野村予想と市場予想には隔たりがある。FRB が我々の予想通り量的緩和を上積みしなければ、長期金利が上昇を続ける可能性がある。11 月に追加的量的緩和に踏み切ったことから、12 年末までは、政策金利であるフェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標引き上げが実施される可能性は低い。もっとも、2012 年中には、対象を限定して保有資産の売却に着手し、緩やかな引き締めに転じると予想される。一方、11 月 2 日の中間選挙で、共和党が下院の過半数を占めたことから、ブッシュ政権が行った減税策が全ての所得層を対象として延長される可能性が高まった。

### リスク要因

金融市場の状況が大きく改善し、景気支援型の財政政策が実施されれば、潜在成長率を上回る成長を期待できる。反対に景況感の悪化や住宅価格が再び下落に転じれば、景気回復の重しとなろう。

## 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                | 1.7    | 2.0    | 2.6    | 2.6    | 2.8    | 2.8    | 2.5    | 2.7        | 2.5    | 2.7    |
| 個人消費                              | 1.9                | 2.2    | 2.6    | 2.3    | 2.4    | 2.5    | 2.6    | 2.3    | 1.7        | 2.4    | 2.5    |
| 非住宅固定資本形成                         | 7.8                | 17.2   | 9.8    | 1.1    | 2.4    | 6.1    | 7.2    | 7.3    | 5.3        | 5.5    | 6.6    |
| 住宅投資                              | -12.3              | 25.6   | -29.1  | 5.9    | 3.0    | 5.2    | 6.1    | 6.6    | -3.1       | 1.0    | 13.0   |
| 政府支出                              | -1.6               | 3.9    | 3.3    | -3.3   | -1.7   | -1.8   | -1.8   | -2.9   | 0.8        | -1.2   | -2.0   |
| 輸出(財・サービス)                        | 11.4               | 9.1    | 5.0    | 12.1   | 7.7    | 7.0    | 6.0    | 7.6    | 11.7       | 7.9    | 7.9    |
| 輸入(財・サービス)                        | 11.2               | 33.5   | 17.4   | -5.0   | -1.1   | 1.5    | 1.6    | 3.1    | 13.3       | 3.2    | 3.8    |
| 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                | 4.4    | 2.5    | 1.1    | 1.6    | 2.1    | 2.3    | 1.9    | 1.8        | 2.0    | 2.6    |
| 在庫投資                              | 2.6                | 0.8    | 1.5    | -1.0   | -0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.1    | 1.5        | 0.0    | 0.0    |
| 純輸出                               | -0.3               | -3.5   | -1.9   | 2.4    | 1.2    | 0.7    | 0.5    | 0.5    | -0.6       | 0.5    | 0.1    |
| 失業率(%)                            | 9.7                | 9.7    | 9.6    | 9.8    | 9.7    | 9.5    | 9.4    | 9.3    | 9.7        | 9.5    | 8.9    |
| 非農業部門雇用者数<br>(前期差、1,000 人)        | 87                 | 207    | -73    | 25     | 50     | 75     | 115    | 115    | 62         | 89     | 238    |
| 住宅着工件数(季節調整済み<br>年率、1,000 戸)      | 617                | 602    | 589    | 572    | 583    | 606    | 623    | 658    | 595        | 618    | 741    |
| 消費者物価(前年比%)                       | 2.4                | 1.8    | 1.2    | 1.2    | 1.5    | 1.8    | 1.6    | 1.2    | 1.7        | 1.5    | 1.2    |
| コア消費者物価                           | 1.3                | 1.0    | 0.9    | 0.7    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.9    | 1.0        | 0.9    | 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   |
| 連邦準備制度理事会(FRB)                    |                    |        |        |        |        |        |        |        |            |        |        |
| 証券ポートフォリオ保有高<br>(兆ドル)             | 2.01               | 2.06   | 2.04   | 2.24   | 2.54   | 2.64   | 2.64   | 2.64   | 2.24       | 2.64   | 2.34   |
| 政策金利(フェデラルファン<br>ド(FF)金利誘導目標水準、%) | 0-0.25             | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25     | 0-0.25 | 0-0.25 |
| 3 カ月物ドル LIBOR 金利(%)               | 0.29               | 0.53   | 0.29   | 0.30   | 0.30   | 0.30   | 0.30   | 0.30   | 0.30       | 0.30   | 0.75   |
| 2 年物財務省証券利回り(%)                   | 1.02               | 0.60   | 0.42   | 0.40   | 0.40   | 0.50   | 0.50   | 0.75   | 0.40       | 0.75   | 1.00   |
| 5 年物財務省証券利回り(%)                   | 2.54               | 1.77   | 1.26   | 1.50   | 1.70   | 1.75   | 1.90   | 2.00   | 1.50       | 2.00   | 2.50   |
| 10 年物財務省証券利回り(%)                  | 3.83               | 2.93   | 2.51   | 2.75   | 3.00   | 3.00   | 3.25   | 3.25   | 2.75       | 3.25   | 3.50   |
| 30 年物住宅抵当融資金利(%)                  | 4.99               | 4.69   | 4.32   | 4.50   | 4.75   | 4.75   | 5.00   | 5.00   | 4.50       | 5.00   | 5.25   |

(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 11 月 11 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

## 景気回復基調を維持へ

不安材料は潜んでいるものの、ユーロ圏では景気回復基調を維持している。

### 景気動向

11 月 12 日発表の 2010 年 7-9 月期実質 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.4%と、景気回復の持続を示唆した。発表値は予想を下回ったが、ユーロ圏の 2000 年～2007 年の四半期平均成長率が同+0.5%であったことを踏まえれば、まずまずの水準である。ドイツがユーロ圏の景気回復の主なけん引役で、全体として、国別の成長は引き続きマチマチで均衡を欠いている。10-12 月期に入り、景気回復は主に製造業に依存する状態が続いており、サービス業は勢いが弱まってきているようだ。内需が持続的に回復しなければ、サービス業はさらに冷え込む可能性がある。内需拡大には、労働市場の持続的な回復が必要であり、ユーロ圏の景気のけん引役であるドイツ、あるいはフランスがこれを担うものとみられる。欧州主要国の景気の力強さが、周辺国のおぼつかない回復の足取りを引き続き下支えしよう。2010 年通年の実質 GDP 成長率を前年比+1.7%と予想する。来年以降は、財政健全化や依然、脆弱な家計消費による景気押し下げは、強い外需を背景とする投資や純輸出の好調により部分的には打ち消されるものとみられる。2011 年の実質 GDP 成長率予想を前年比+1.6%、2012 年を同+1.8%と予想している。

### 物価動向

2011 年初めに、食料品価格の値上がりが消費者物価に波及するものとみられる。野村では、欧州連合(EU)標準消費者物価(HICP)を 12 月に前年同月比+2.0%、2011 年初めに同+2.2%へ加速すると予想している。一方、コア CPI 上昇率は 2010 年末まで同+1.0%程度で推移し、その後緩やかに加速すると予想する。国内の物価上昇圧力が予想以上に強いことや商品価格上昇の影響から、HICP 上昇率には上振れリスクを指摘できる。2010 年の HICP 上昇率を同+1.6%、2011 年を同+1.9%と予想する。

### 財政・金融政策

欧州中央銀行(ECB)は 2011 年 4 月までに利上げに踏み切るものとみられる。だが、成長持続を裏付ける材料を確認したうえで利上げに踏み切るとみられ、ECB が 2011 年 7-9 月期まで利上げを先送りする可能性もある。また、我々は 2011 年 7 月までに流動性供給状況を完全に危機前の形に戻すとみている。12 月の ECB 政策理事会までは流動性吸収についての、正式な議論は交わされないだろう。

### リスク要因

内需には上振れリスクがあるが、金融市場の緊張の再燃やユーロ高基調の継続、世界経済見通しの悪化が成長の足かせとなる可能性がある。

## 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              | 1.4                | 3.9  | 1.6  | 1.3  | 1.4  | 1.4  | 1.4  | 1.8  | 1.7        | 1.6    | 1.8    |
| 個人消費                | 0.7                | 0.7  | 0.6  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 0.9  | 1.3  | 0.6        | 0.9    | 1.1    |
| 固定資本形成              | -1.4               | 6.3  | 4.1  | -0.3 | 1.7  | 2.4  | 2.5  | 3.1  | -0.8       | 2.2    | 3.1    |
| 政府消費                | 0.9                | 2.0  | 1.0  | 0.4  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 1.1        | 0.4    | 0.2    |
| 輸出(財・サービス)          | 10.2               | 18.5 | 8.2  | 4.9  | 5.3  | 5.2  | 5.3  | 6.6  | 9.7        | 6.4    | 6.5    |
| 輸入(財・サービス)          | 18.1               | 17.1 | 8.2  | 3.5  | 4.0  | 4.3  | 4.4  | 5.6  | 10.1       | 5.4    | 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              | 0.3                | 2.0  | 1.3  | 0.5  | 0.9  | 1.0  | 1.0  | 1.4  | 0.4        | 1.0    | 1.3    |
| 在庫投資                | 3.8                | 1.2  | 0.2  | 0.1  | -0.1 | -0.1 | 0.0  | -0.1 | 1.3        | 0.1    | 0.0    |
| 純輸出                 | -2.7               | 0.6  | 0.0  | 0.6  | 0.6  | 0.4  | 0.4  | 0.5  | -0.1       | 0.5    | 0.5    |
| 失業率(%)              | 9.9                | 10.0 | 10.0 | 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                | 2.0  | 1.9  | 2.3  | 2.6  | 2.5  | 2.5  | 2.3  | 1.9        | 2.5    | 2.2    |
| 労働生産性(前年比%)         | 2.1                | 2.6  | 2.2  | 2.2  | 2.2  | 1.5  | 1.3  | 1.3  | 2.2        | 1.6    | 1.3    |
| 単位労働コスト(前年比%)       | -0.5               | -0.6 | -0.2 | 0.1  | 0.4  | 1.0  | 1.1  | 1.0  | -0.3       | 0.9    | 0.9    |
| 財政収支(対 GDP 比%)      |                    |      |      |      |      |      |      |      | -6.1       | -5.3   | -4.4   |
| 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  | 1.9  | 2.1  | 1.8  | 1.9  | 1.9  | 1.6        | 1.9    | 1.9    |
| コア HICP             | 0.9                | 0.8  | 1.0  | 1.0  | 1.3  | 1.4  | 1.3  | 1.4  | 0.9        | 1.4    | 1.4    |
| 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 | 0.89 | 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 | 2.26 | 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 | 1.31 | 1.35 | 1.35 | 1.38 | 1.38 | 1.35 | 1.35       | 1.35   | 1.35   |

(注)1.失業率は労働力人口に対する比率。年間には各年第 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 11 月 12 日現在。

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

## 緊縮財政が引き続き成長の足かせに

内需や労働市場はこれまで堅調に推移してきた。緊縮財政により景気は足を引っ張られようが、先行き、異例な金融緩和の効果が徐々に表れ、強い追い風を受けよう。

### 景気動向

2010 年上期は一時的なマイナス要因が続いたにも関わらず、力強い経済成長を記録した。7-9 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報値）は、前期に続き、市場予想の 2 倍の水準となった。景気の回復基調は今後も持続し、異例の緩和的な金融政策、ポンド安、景況感改善が景気を下支えしよう。これらの下支え要因が、2011 年 1-3 月期の VAT 税率引き上げ、信用収縮、実質賃金の悪化、公共支出の削減、軟調な住宅市場などの弱材料を打ち消そう。野村では住宅価格がさらに 5%下落することを GDP 予想に織り込んでいる。

### 物価動向

2010 年 9 月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+3.1%と、前月に続き高止まった。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終了に伴う自動車価格の物価統計上の上昇や商品価格上昇による影響も考えられ、CPI 上昇率は 2011 年末まで政策目標値の+2.0%を上回るとみられる。2011 年 1 月から VAT 税率が 2.5%ポイント引き上げられるが、2012 年に入るとその影響が前年比の計算から抜ける一方、GDP ギャップのマイナス幅が解消しないとみられるため、CPI 上昇率は政策目標値を下回る水準まで再び鈍化すると予想される。

### 財政・金融政策

イングランド銀行（BOE）は、11 月 3～4 日の金融政策委員会（MPC）で、予想通り政策金利を据え置いた。野村では、さらなる量的緩和は必要ではなく、実施される見込みも低いとみている。また、金融市場のコンセンサス予想や金利市場が織り込んでいるより早い時期にあたる 2011 年 5 月に、0.25%ポイントの利上げが実施され、景気刺激策の一部が解除されるとの予想を維持する。なお、11 月 10 日の『インフレーションレポート』発表以降、市場予想も我々の予想に近づいてきた。2014～15 年を目処に現在の構造赤字の黒字転換を目指す財政健全化策を通じて、「経常的構造赤字」は 2014/15 年度（2014 年 4 月～2015 年 3 月）までに黒字に転換しよう。なお、支出削減などの省庁別内訳は 10 月 20 日発表の「2010 年歳出レビュー」（Spending Review 2010）で明らかにされている。

### リスク要因

成長とインフレに関する野村予想をとりまくリスクはほぼ均衡しているが、中期的に若干上振れリスクがある。利上げが予想よりもやや後ず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                | 1.8                | 4.7  | 3.2  | 2.0  | 0.6  | 1.3  | 2.5  | 2.1  | 1.8        | 1.9    | 2.3    |
| 民間消費                  | -0.1               | 2.7  | 1.9  | 1.2  | 0.8  | 1.7  | 2.6  | 2.2  | 1.1        | 1.6    | 2.3    |
| 固定資本形成                | 12.0               | 5.7  | 7.7  | 4.7  | 2.3  | 2.9  | 3.1  | 2.5  | 2.9        | 3.8    | 2.5    |
| 政府消費                  | 2.7                | 4.1  | -0.8 | -1.2 | -1.6 | -1.2 | -1.6 | -2.0 | 1.6        | -1.0   | -1.9   |
| 輸出(財・サービス)            | -2.8               | 9.4  | 5.4  | 5.0  | 3.5  | 3.0  | 4.4  | 4.9  | 4.8        | 4.5    | 5.2    |
| 輸入(財・サービス)            | 8.1                | 9.9  | 5.9  | 3.5  | 3.0  | 2.5  | 1.8  | 1.6  | 8.2        | 3.5    | 1.9    |
| 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                | 2.2                | 3.6  | 2.2  | 1.2  | 0.5  | 1.2  | 1.8  | 1.3  | 1.5        | 1.4    | 1.5    |
| 在庫投資                  | 2.5                | 1.6  | 1.3  | 0.5  | 0.0  | 0.0  | 0.1  | 0.0  | 1.3        | 0.4    | 0.0    |
| 純輸出                   | -3.0               | -0.4 | -0.3 | 0.3  | 0.0  | 0.1  | 0.6  | 0.8  | -1.1       | 0.1    | 0.8    |
| 失業率(%)                | 7.9                | 7.8  | 7.7  | 7.7  | 7.6  | 7.6  | 7.5  | 7.5  | 7.8        | 7.5    | 7.5    |
| 財政収支(対 GDP 比)         |                    |      |      |      |      |      |      |      | -9.4       | -8.2   | -7.3   |
| 経常収支(対 GDP 比)         |                    |      |      |      |      |      |      |      | -2.4       | -1.5   | 0.0    |
| 消費者物価(前年比%)           | 3.3                | 3.5  | 3.1  | 3.1  | 3.6  | 3.3  | 3.4  | 3.1  | 3.2        | 3.3    | 1.5    |
| 小売物価(前年比%)            | 4.0                | 5.1  | 4.7  | 4.4  | 4.5  | 4.1  | 4.1  | 3.8  | 4.6        | 4.1    | 2.2    |
| 政策金利(基準金利、%)          | 0.50               | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 1.25 | 0.50       | 1.25   | 2.25   |
| 10 年物国債利回り(%)         | 3.93               | 3.48 | 3.06 | 3.30 | 3.50 | 3.65 | 3.70 | 3.75 | 3.30       | 3.75   | 4.20   |
| ポンド/ユーロ為替レート<br>(ポンド) | 0.90               | 0.83 | 0.82 | 0.83 | 0.81 | 0.80 | 0.79 | 0.78 | 0.83       | 0.78   | 0.78   |
| ドル/ポンド為替レート(ドル)       | 1.51               | 1.48 | 1.52 | 1.63 | 1.67 | 1.73 | 1.75 | 1.73 | 1.63       | 1.73   | 1.73   |

(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.在庫投資は統計誤差を含む。

4.太字は実績値、その他は野村予測。

5.2010 年 11 月 12 日現在。

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



## 景気は堅調、積極的引き締めに着手

堅調な景気拡大が続いている一方で、過剰流動性に対する懸念が広まりつつある。

### 景気動向

2010 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+9.6%と、4-6 月期の同+10.3%から減速したものの、前年の高い成長の反動を差し引くと、景気は依然として堅調な拡大局面にあると考えられる。10 月の鉱工業生産は前年同月比+13.1%と、9 月の同+13.3%から伸びが若干減速し、政府による環境汚染のおそれのある工場閉鎖の影響が反映された。また、1~10 月の都市部固定資産投資（名目）が前年同期比+24.4%と 9 月の同+24.8%から小幅減速する一方、10 月の小売上の伸びは前年同月比+18.6%と、1~9 月の同+18.8%からやや加速した。これらの経済統計は景気の堅調な拡大を示唆しているとみられる。第 12 次 5 ヶ年計画が始まることを受けて、2011~12 年にかけて投資と国内消費は引き続き強いものになりそうだ。野村では、2011 年の実質 GDP 成長率は前年比+9.8%、12 年は同+9.5%に達すると予想している。

### 物価動向

2010 年 10 月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+4.4%と、9 月の同+3.6%から大幅加速する一方、生産者物価（PPI）上昇率は前月の同+4.3%か同+5.0%へ加速し、供給側のインフレ圧力が高まっている様子がうかがえる。天候の影響を除いても、世界的な食料品価格の上昇や、供給と消費の構造的要因により、2011 年も引き続き食料品価格が上昇する可能性が高い。また、持続的な消費ブームに伴う余剰生産能力の減少、賃金の急上昇、政府の補助金を受けていた独占事業分野の価格自由化を背景に、2011~12 年には、CPI 上昇率の再加速が見込まれる。

### 財政・金融政策

最近、政策の中心は、成長の質、ひいては長期持続を目指した構造改革の加速にシフトしつつある。第 12 次 5 ヶ年計画では、予想通り、長期の持続可能な成長が重視された。我々は、中国は堅調な景気拡大期に入ったとみているが、過剰流動性についての懸念が広がりつつあり、当局がいつその金融引き締めを実施すると野村では予想している。中国人民銀行（PBC:中央銀行）は、10 月 19 日に政策金利の 0.25%ポイント引き上げを決定した（10 月 20 日実施）。また、11 月 10 日には預金準備率（RRR）の 0.50%ポイント引き上げを発表（11 月 16 日実施）、今年に入って 5 回目の RRR 引き上げにあたる。今回の RRR 引き上げにもかかわらず、為替介入により年内に過剰流動性が膨らむようであれば、RRR が再度引き上げられる可能性も否定できない。今後 CPI 上昇圧力が高まる可能性を踏まえ、過剰流動性を吸収するため、2011 年には政策金利が 0.25%ポイント幅で 4 回、RRR が 0.50%ポイント幅で 3 回、それぞれ引き上げられると野村では予想している。

## リスク要因

2011～12 年にかけて CPI や資産価格の上昇率の加速が主なリスク要因だと考えられる。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。投資の伸びの失速が下振れリスクとなる。他の国の例を踏まえると、投資が絶対額で減少する可能性も否定できず、投資が中国の GDP のほぼ半分を占めることを勘案すると、その減少は中国経済にとって重しとなろう。また、最近の日米欧（G3）による追加量的緩和を背景として、中国への資本流入が増加する可能性がある。

## 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  | 9.6   | 9.2   | 9.4   | 9.7   | 9.9   | 10.0  | 10.2  | 9.8   | 9.5   |
| 消費者物価(前年比%)             | 2.2   | 3.0   | 3.5   | 3.3   | 3.4   | 3.6   | 3.7   | 3.8   | 3.0   | 3.6   | 4.0   |
| コア消費者物価(前年比%)           | 0.3   | 0.8   | 1.1   | 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  | 18.4  | 18.6  | 19.1  | 18.7  | 18.9  | 19.1  | 18.4  | 19.0  | 20.0  |
| 固定資産投資<br>(名目、年初来、前年比%) | 25.6  | 25.0  | 24.0  | 23.5  | 22.0  | 22.5  | 21.5  | 21.0  | 23.5  | 21.0  | 20.0  |
| 鉱工業生産(実質、前年比%)          | 19.6  | 16.0  | 13.5  | 13.7  | 12.2  | 13.0  | 14.5  | 15.5  | 15.8  | 13.8  | 14.0  |
| 輸出(米ドル建て、前年比%)          | 28.7  | 40.9  | 32.3  | 17.0  | 5.0   | 11.7  | 9.7   | 12.0  | 29.0  | 9.8   | 14.0  |
| 輸入(米ドル建て、前年比%)          | 64.7  | 43.7  | 27.1  | 20.8  | 11.5  | 14.0  | 10.7  | 12.3  | 35.6  | 12.1  | 16.0  |
| 貿易収支(10 億米ドル)           | 14.3  | 41.2  | 65.7  | 35.4  | -4.6  | 38.1  | 61.0  | 38.9  | 189   | 183   | 179   |
| 経常収支(対 GDP 比%)          |       |       |       |       |       |       |       |       | 5.0   | 4.0   | 3.5   |
| 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  | 5.31  | 5.56  | 5.81  | 6.06  | 6.31  | 6.56  | 5.56  | 6.56  | 7.31  |
| 1 年物預金基準金利(%)           | 2.25  | 2.25  | 2.25  | 2.50  | 2.75  | 3.00  | 3.25  | 3.50  | 2.50  | 3.50  | 4.25  |
| 預金準備率(%)                | 16.50 | 17.00 | 17.00 | 17.50 | 18.00 | 18.50 | 19.00 | 19.00 | 17.50 | 19.00 | 19.00 |
| 為替レート(人民元/米ドル)          | 6.83  | 6.78  | 6.70  | 6.60  | 6.50  | 6.40  | 6.30  | 6.22  | 6.60  | 6.22  | 5.89  |

(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 11 月 12 日現在。

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

## 世界経済見通し

|                 | 実質GDP<br>(前年比、%) |       |       | 消費者物価指数<br>(前年比、%) |       |       | 政策金利<br>(年末値、%) |       |       |
|-----------------|------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|
|                 | 2010年            | 2011年 | 2012年 | 2010年              | 2011年 | 2012年 | 2010年           | 2011年 | 2012年 |
| 全世界             | 4.8              | 4.1   | 4.4   | 3.1                | 3.3   | 3.2   | 2.98            | 3.53  | 4.05  |
| 先進国             | 2.6              | 2.1   | 2.4   | 1.5                | 1.6   | 1.4   | 0.57            | 0.91  | 1.23  |
| 新興国             | 7.3              | 6.4   | 6.6   | 5.1                | 5.2   | 5.2   | 5.76            | 6.44  | 7.07  |
| BRICs           | 8.7              | 8.0   | 8.0   | 5.0                | 4.8   | 4.8   | 6.59            | 7.19  | 7.75  |
| 米州              | 3.6              | 2.8   | 3.1   | 2.9                | 2.7   | 2.5   | 1.92            | 2.06  | 2.36  |
| 米国              | 2.7              | 2.5   | 2.7   | 1.7                | 1.5   | 1.2   | 0.13            | 0.13  | 0.13  |
| カナダ             | 3.0              | 2.3   | 2.3   | 1.8                | 2.1   | 2.0   | 1.00            | 2.50  | 3.25  |
| ラテンアメリカ         | 6.5              | 3.9   | 4.3   | 6.8                | 6.6   | 6.6   | 7.54            | 7.67  | 8.63  |
| アルゼンチン          | 9.0              | 5.0   | 4.7   | 26.7               | 24.6  | 25.7  | 9.23            | 12.00 | 11.00 |
| ブラジル            | 7.5              | 4.1   | 4.7   | 4.9                | 4.7   | 4.5   | 10.75           | 10.00 | 10.00 |
| チリ              | 5.0              | 4.5   | 5.5   | 2.5                | 3.0   | 3.0   | 3.00            | 4.00  | 5.00  |
| コロンビア           | 5.0              | 4.2   | 4.5   | 2.5                | 3.5   | 3.7   | 3.00            | 4.00  | 6.00  |
| メキシコ            | 4.7              | 3.0   | 3.5   | 3.9                | 3.9   | 4.0   | 4.50            | 4.50  | 7.25  |
| アジア・太平洋地域       | 7.8              | 6.7   | 7.0   | 3.3                | 3.5   | 3.6   | 4.13            | 4.83  | 5.40  |
| 日本              | 3.6              | 1.1   | 2.0   | -0.8               | -0.1  | 0.1   | 0.05            | 0.05  | 0.05  |
| 豪州              | 3.4              | 3.6   | 3.6   | 3.0                | 3.1   | 3.1   | 5.00            | 5.25  | 5.25  |
| ニュージーランド(NZ)    | 1.8              | 2.8   | 3.5   | 2.3                | 3.9   | 2.4   | 3.00            | 3.75  | 4.50  |
| アジア(除く日本・豪州・NZ) | 9.0              | 8.1   | 8.2   | 4.3                | 4.2   | 4.4   | 5.04            | 5.86  | 6.51  |
| 中国              | 10.2             | 9.8   | 9.5   | 3.0                | 3.6   | 4.0   | 5.56            | 6.56  | 7.31  |
| 香港              | 6.2              | 4.3   | 4.8   | 2.5                | 4.4   | 4.8   | 0.40            | 0.40  | 0.40  |
| インド             | 8.4              | 8.2   | 8.5   | 8.9                | 5.9   | 5.7   | 6.25            | 6.75  | 7.50  |
| インドネシア          | 5.9              | 6.5   | 6.7   | 5.0                | 5.8   | 5.3   | 6.50            | 7.50  | 7.50  |
| マレーシア           | 7.0              | 5.2   | 5.5   | 1.7                | 3.3   | 3.2   | 2.75            | 3.50  | 3.50  |
| フィリピン           | 6.3              | 4.5   | 4.8   | 3.9                | 4.2   | 5.0   | 4.00            | 5.00  | 6.50  |
| シンガポール          | 15.5             | 5.3   | 5.8   | 2.8                | 2.8   | 2.6   | 0.40            | 0.40  | 0.40  |
| 韓国              | 5.9              | 3.5   | 5.0   | 3.0                | 3.7   | 3.0   | 2.25            | 2.75  | 3.00  |
| 台湾              | 9.2              | 4.3   | 5.0   | 1.0                | 2.4   | 3.0   | 1.63            | 2.13  | 2.63  |
| タイ              | 7.0              | 4.8   | 5.2   | 3.5                | 4.2   | 4.4   | 1.75            | 2.50  | 3.00  |
| ベトナム            | 6.7              | 6.6   | 7.0   | 8.4                | 9.0   | 8.8   | 9.00            | 10.00 | 10.00 |
| 欧州先進国           | 1.7              | 1.6   | 1.8   | 1.8                | 2.2   | 1.8   | 0.91            | 1.66  | 2.46  |
| ユーロ圏            | 1.7              | 1.6   | 1.8   | 1.6                | 1.9   | 1.9   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| フランス            | 1.6              | 1.7   | 1.9   | 1.7                | 1.7   | 1.8   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| ドイツ             | 3.5              | 2.5   | 2.4   | 1.1                | 1.6   | 1.7   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| イタリア            | 1.0              | 1.0   | 1.3   | 1.7                | 2.3   | 2.1   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| オランダ            | 1.7              | 1.7   | 2.2   | 1.0                | 1.8   | 2.0   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| スペイン            | -0.2             | 0.2   | 0.7   | 1.7                | 2.0   | 1.8   | 1.00            | 1.75  | 2.50  |
| 英国              | 1.8              | 1.9   | 2.3   | 3.2                | 3.3   | 1.5   | 0.50            | 1.25  | 2.25  |
| その他新興国(EEMEA)   | 3.5              | 3.3   | 3.3   | 5.6                | 6.6   | 6.2   | 5.95            | 6.65  | 6.98  |
| チェコ             | 2.3              | 1.4   | 2.6   | 1.7                | 2.6   | 2.0   | 0.75            | 1.25  | 2.00  |
| エジプト            | 5.5              | 5.8   | 5.7   | 11.9               | 12.2  | 11.0  | 8.25            | 9.00  | 9.00  |
| ハンガリー           | 1.0              | 1.5   | 2.0   | 4.9                | 4.1   | 3.8   | 5.25            | 7.00  | 7.50  |
| イスラエル           | 2.7              | 3.8   | 4.0   | 3.0                | 2.9   | 3.4   | 2.25            | 3.50  | 3.75  |
| カザフスタン          | 6.2              | 5.3   | 4.8   | 7.1                | 7.6   | 6.5   | 7.00            | 7.25  | 7.00  |
| ポーランド           | 3.6              | 4.2   | 4.6   | 2.6                | 3.5   | 3.2   | 4.00            | 5.00  | 5.50  |
| ルーマニア           | -2.0             | 1.5   | 2.5   | 6.1                | 4.0   | 3.0   | 6.25            | 6.00  | 7.00  |
| サウジアラビア         | 4.2              | 4.3   | 4.0   | 5.4                | 5.6   | 5.3   | 2.00            | 2.25  | 2.50  |
| ロシア             | 4.0              | 3.4   | 2.7   | 6.8                | 8.7   | 7.7   | 7.75            | 8.25  | 8.25  |
| 南アフリカ           | 3.0              | 3.3   | 3.6   | 4.2                | 4.6   | 6.1   | 6.00            | 7.00  | 9.50  |
| トルコ             | 5.9              | 4.5   | 5.5   | 7.2                | 5.4   | 5.4   | 7.00            | 8.50  | 8.75  |
| ウクライナ           | 4.7              | 4.8   | 5.0   | 9.5                | 10.7  | 10.5  | 7.75            | 7.75  | 7.00  |
| 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 79 ドル/バレル、2011 年 88 ドル/バレル、2012 年 95 ドル/バレル。
3. 2010～2012 年の米国の政策金利は、フェデラルファンド金利誘導目標範囲(0～0.25%)の中心値。2010～2012 年の日本の政策金利は、無担保コール・オーバーナイト誘導目標範囲(0～0.1%)の中心値。
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 11 月 15 日現在。

(出所) 野村グループ

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、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。

#### 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