

2013年度～2015年度の経済見通し

『日本経済：景気回復の道筋がより明確に』

2013年度実質GDP成長率：+2.5%

2014年度実質GDP成長率：+1.8%

2015年度実質GDP成長率：+1.9%

2013年5月23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

[2013年5月16日時点]

[2013年2月14日時点]

		12年度	13年度 (予)	14年度 (予)	15年度 (予)	13年度 (予)	14年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	1.2	2.5	1.8	1.9	2.0	1.0
	<内需寄与度>	2.0	2.3	1.2	1.2	2.2	0.5
	<民間内需>	0.8	1.6	0.9	1.4	1.5	0.8
	<公的内需>	1.2	0.7	0.3	-0.2	0.7	-0.3
	<外需寄与度>	-0.8	0.2	0.7	0.7	-0.2	0.5
	民間最終消費支出	1.6	2.1	0.1	0.8	1.5	0.1
	民間住宅投資	5.3	6.8	0.1	-2.1	5.9	-1.6
	民間企業設備投資	-1.5	0.4	6.3	6.8	2.1	5.5
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
	政府消費	2.6	1.7	1.2	1.4	1.5	1.2
	公的固定資本形成	15.2	8.3	1.0	-8.9	8.8	-12.2
	財貨・サービス輸出	-1.3	4.0	8.5	9.4	1.3	7.5
	財貨・サービス輸入	3.8	3.0	5.0	5.9	2.8	4.8
	名目国内総支出	0.3	2.4	4.1	3.2	1.9	3.0
	GDPデフレーター	-0.9	-0.1	2.2	1.2	-0.1	2.0
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-3.4	3.7	3.5	3.4	4.2	2.5
	国内企業物価	-1.1	1.5	3.9	2.1	1.1	4.4
	消費者物価	-0.3	0.3	2.9	1.8	0.4	2.9
	除く生鮮食品	-0.2	0.4	3.0	1.9	0.3	2.9
	同(消費増税の影響除く)	-0.2	0.4	0.7	1.1	0.3	0.6
	完全失業率(%)	4.3	3.9	3.8	3.5	4.0	3.9
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-8.2	-10.3	-9.0	-7.6	-12.2	-13.0
	貿易収支(兆円)	-6.9	-8.7	-7.5	-6.0	-10.8	-11.5
	貿易・サービス収支(兆円)	-9.5	-9.7	-8.1	-6.5	-11.8	-12.2
	経常収支(兆円)	4.3	6.0	8.9	11.2	3.8	5.0

注: 別段の記載がない限り、前年(度)比%。-0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

経済見通し前提表

	2013年度	2014年度	2015年度
ドル円相場(年度平均)	101.0 (91.0)	105.0 (97.0)	108.0
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	8.0 (8.0)	10.0
北海ブレント(年度平均、ドル/バレル)	100.0 (107.0)	97.0 (101.0)	96.0

注: カッコ内は2013年2月14日時点の前提。

出所: 野村證券

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

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

四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2005年連鎖価格10億円)

	12年		13年			14年			15年		
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	307946.6	309317.7	312163.8	312863.2	313829.5	315547.4	321896.1	315561.5	315957.1	316424.0	316985.0
(前期比)	-0.4	0.4	0.9	0.2	0.3	0.5	2.0	-2.0	0.1	0.1	0.2
(前年同期比)	1.3	1.0	1.2	1.2	1.9	2.0	3.1	0.9	0.7	0.3	-1.5
民間住宅投資	13433.6	13909.8	14176.0	14298.0	14516.1	14804.6	14824.0	14625.5	14550.9	14621.6	14738.7
(前期比)	1.5	3.5	1.9	0.9	1.5	2.0	0.1	-1.3	-0.5	0.5	0.8
(前年同期比)	1.5	5.8	9.4	8.1	8.1	6.4	4.6	2.3	0.2	-1.2	-0.6
民間企業設備投資	66584.3	65571.9	65145.2	65512.5	65958.2	66982.4	68211.0	69359.7	70334.3	71389.6	72389.9
(前期比)	-3.3	-1.5	-0.7	0.6	0.7	1.6	1.8	1.7	1.4	1.5	1.4
(前年同期比)	1.5	-7.1	-5.7	-4.8	-0.9	2.2	4.7	5.9	6.6	6.6	6.1
民間在庫投資	-2672.6	-3231.4	-4128.4	-2828.4	-2328.4	-1928.4	-3228.4	-2828.4	-2428.4	-2128.4	-2128.4
<前期比寄与度>	0.1	-0.1	-0.2	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
政府最終消費支出	101420.0	102159.8	102730.2	103089.8	103399.0	103709.2	103968.5	104290.1	104610.9	104978.6	105341.4
(前期比)	0.4	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
(前年同期比)	2.6	3.0	2.2	2.0	2.0	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
公的固定資本投資	23076.5	23731.8	23933.4	24277.0	25030.7	25592.3	25914.1	26113.7	25878.2	25558.0	24923.8
(前期比)	3.4	2.8	0.8	1.4	3.1	2.2	1.3	0.8	-0.9	-1.2	-2.5
(前年同期比)	15.1	19.6	14.0	8.7	8.5	7.8	8.3	7.6	3.4	-0.1	-3.8
公的在庫投資	29.9	-43.8	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9	-62.9
<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	7174.5	6403.8	8687.7	8650.1	9093.1	9805.1	9733.2	11476.9	12553.2	13351.4	13826.8
<前期比寄与度>	-0.6	-0.1	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1
(前期比)	-32.8	-10.7	35.7	-0.4	5.1	7.8	-0.7	17.9	9.4	6.4	3.6
(前年同期比)	-51.2	-44.3	-27.7	-18.2	26.1	55.0	12.3	31.2	37.4	37.0	43.7
輸出	80776.9	78394.2	81379.5	82402.9	83537.2	85119.4	86920.4	88712.9	90693.8	92776.3	94610.9
(前期比)	-4.4	-2.9	3.8	1.3	1.4	1.9	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0
(前年同期比)	-4.8	-5.0	-3.5	-2.5	3.4	8.6	6.8	7.7	8.6	9.0	8.8
輸入	73602.4	71990.4	72691.8	73752.8	74444.1	75314.3	77187.3	77236.0	78140.6	79424.9	80784.1
(前期比)	-0.3	-2.2	1.0	1.5	0.9	1.2	2.5	0.1	1.2	1.6	1.7
(前年同期比)	5.2	1.1	0.3	-0.1	1.1	4.6	6.2	4.7	5.0	5.5	4.7
実質国内総生産	516700.4	518043.9	522575.0	525445.4	529104.8	534151.6	541001.2	538264.2	541139.8	543896.1	545790.6
(前期比)	-0.9	0.3	0.9	0.5	0.7	1.0	1.3	-0.5	0.5	0.5	0.3
(前期比年率)	-3.5	1.0	3.5	2.2	2.8	3.9	5.2	-2.0	2.2	2.1	1.4
(前年同期比)	0.3	0.5	0.2	0.8	2.4	3.1	3.5	2.4	2.3	1.8	0.9
GDPデフレーター	91.5	91.3	90.9	91.1	91.1	91.2	91.5	92.8	93.1	93.4	93.7
(前年同期比)	-0.8	-0.7	-1.2	-0.6	-0.5	-0.1	0.7	1.9	2.2	2.4	2.4
鉱工業生産(2005年=100)	89.5	87.8	89.7	90.9	92.3	94.0	96.2	95.4	96.0	97.1	97.9
(前期比)	-4.2	-1.9	2.2	1.4	1.5	1.8	2.3	-0.7	0.6	1.1	0.8
(前年同期比)	-4.6	-5.9	-7.7	-2.7	3.1	7.1	7.2	5.0	4.0	3.3	1.9
国内企業物価(2010年=100)	100.1	100.1	100.9	101.5	101.8	102.2	102.7	105.5	105.8	106.1	106.5
(前期比)	-0.8	-0.1	0.8	0.6	0.3	0.4	0.5	2.7	0.3	0.3	0.3
(前年同期比)	-1.9	-1.0	-0.3	0.6	1.6	2.1	1.8	3.9	3.9	3.9	3.7
消費者物価指数(総合)	99.5	99.5	99.4	99.5	99.7	99.8	100.1	102.5	102.5	102.8	103.1
(2010年=100)	-0.4	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	2.3	0.1	0.3	0.3
(前年同期比)	-0.4	-0.2	-0.6	-0.3	0.3	0.4	0.7	2.9	2.8	3.0	3.0
消費者物価指数(除く生鮮食品)	99.6	99.5	99.5	99.8	99.9	100.0	100.3	102.8	102.8	103.0	103.4
(2010年=100)	-0.2	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.3	2.4	0.0	0.2	0.4
(前年同期比)	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.3	0.5	0.8	3.0	2.9	3.0	3.0
完全失業率	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。
 2. 2013年1-3月期までは実績、それ以降は野村證券予測。
 3. 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)。
 4. -0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村證券作成

景気回復の道筋がより明確に

- ▶ 野村では、13年度～14年度経済見通しを改定した。13年度の実質 GDP 成長率予測を、前回見直し改定時(13年4月12日)から0.1%ポイント上方修正し、+2.5%(13暦年も0.3%ポイント上方修正)とした。14年度についても、0.4%ポイント引き上げて+1.8%(14暦年も0.2%ポイント上方修正)とした。今回新たに予測期間に含めた15年度については、+1.9%を予想する。3年連続で比較的高い成長率が続くことで、15年度のコアCPI(生鮮食品を除く総合指数)上昇率は、消費税率の引き上げによる影響を除くベースで+1.1%まで高まると予想する。
- ▶ 足元では円安・株高によって企業や消費者のマインドが大きく改善してきた。1-3月期に実質民間消費が前期比で0.9%増加したことは、アベノミクスの効果が実体経済に波及し始めたものと評価できよう。民間消費については、14年4月に予定されている消費税率引き上げの前後に、駆け込み需要とその反動が予想される。しかし、マインドの改善や高齢化の進展などを背景に、今後とも民間消費は比較的高い伸びを維持する可能性が高い。民間設備投資については、目先は弱い動きが続こうが、企業収益の改善や輸出の増加、株高などにより、13年末までには力強い動きに転じよう。
- ▶ 輸出は1-3月期には大きく回復したものの、足元では米国および中国における景気の減速が明らかになってきたことから、4-6月期よりいったん減速しよう。しかし、米国景気の復調と円安による輸出数量増加効果により、13年末までには輸出が勢いを取り戻すと予想する。
- ▶ 日本経済のデフレからの脱却というアベノミクスの目標を達成するためには、金融緩和政策や財政刺激政策だけでは不十分であり、成長戦略の着実な実行が不可欠である。安倍首相は過去2回にわたって成長戦略の一部を発表し、「女性の活躍」や「競争力強化」を軸とした戦略を実行する意向を明らかにした。今後は6月初旬における第3回目の発表に続き、6月中旬には成長戦略全体のパッケージが公表される見込みである。成長戦略を実行するための政治的・制度的な環境が整いつつあることを踏まえると、その実行が日本経済の潜在成長率の上昇につながる確度が上昇していると判断できよう。

(1) アベノミクス 3本の矢によるポリシーミックス

日本経済は再び回復局面入り

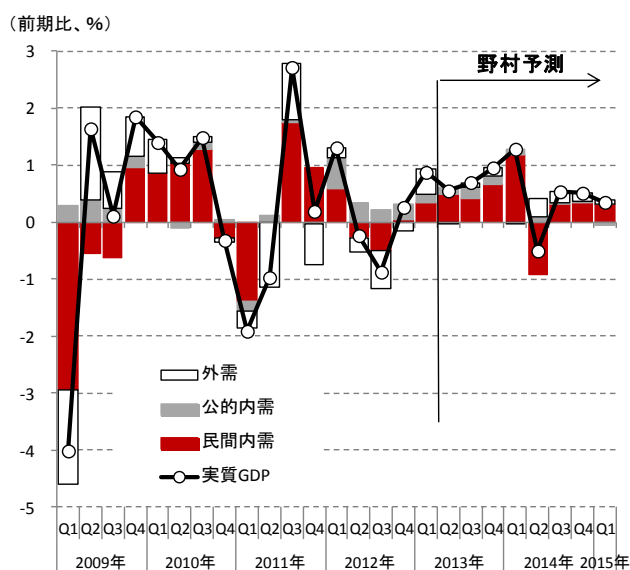
2013年1-3月期の実質GDP1次速報値は前期比+0.9%、前期比年率+3.5%と市場の事前予想（前期比年率+2.7%：ブルームバーグ調査による中央値）を上回る高い伸びを記録した（図表1）。2012年10-12月期も前期比年率+0.2%から同+1.0%へと上方修正されており、日本経済が昨年春先以降の景気後退を脱し、回復局面へと転じていることを確認させる結果であると言える。

景気回復のけん引役となったのは、輸出の回復と好調な民間消費であった。実質輸出は前期比+3.8%と3四半期ぶりに上昇、民間消費は10-12月期の同+0.4%から同+0.9%へと加速している。

目先は、中国を筆頭にアジア景気に足元で停滞感が見受けられること、米国でも歳出自動削減の影響から成長率が一時的に鈍化することが見込まれることから、輸出がもたつく形で4-6月期の成長率はやや鈍化する可能性が高い。実際、製造工業予測調査における生産計画をみても、4月が前月比+0.8%、5月は同-0.3%と1-3月期の前期比+2.2%から加速感に乏しい結果となった（図表2）。

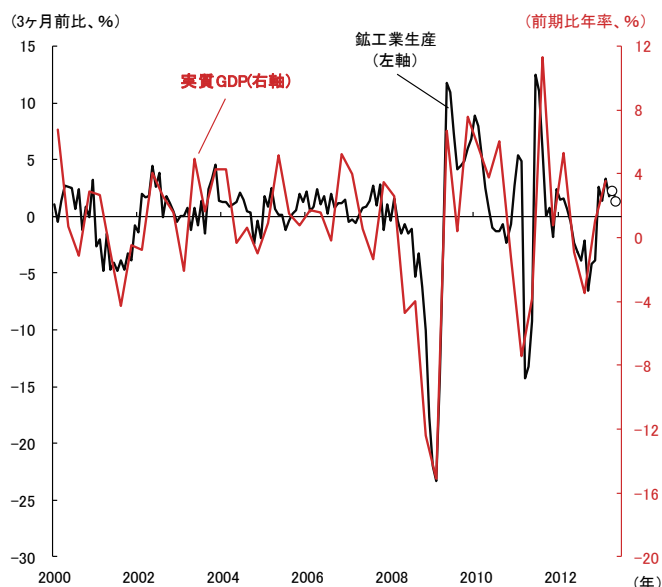
ただし、このまま景気が再び停滞する可能性は限定的であろう。4-6月期以降には2012年度補正予算に計上された公共投資に加え、昨年末来の円安の影響が顕在化する公算が大きい。年央以降は、米国景気の持ち直しが予想されるうえ、年度末にかけて消費税率引き上げ前の駆け込み需要も期待される。このため、年間を通して日本経済は回復基調を辿ることが予想される。

図表1: 実質GDP成長率と内外需の寄与度



出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表2: 実質GDP成長率と生産動向



注: 2013年4月、5月の生産は製造工業予測調査に基づく生産計画の3カ月前比。

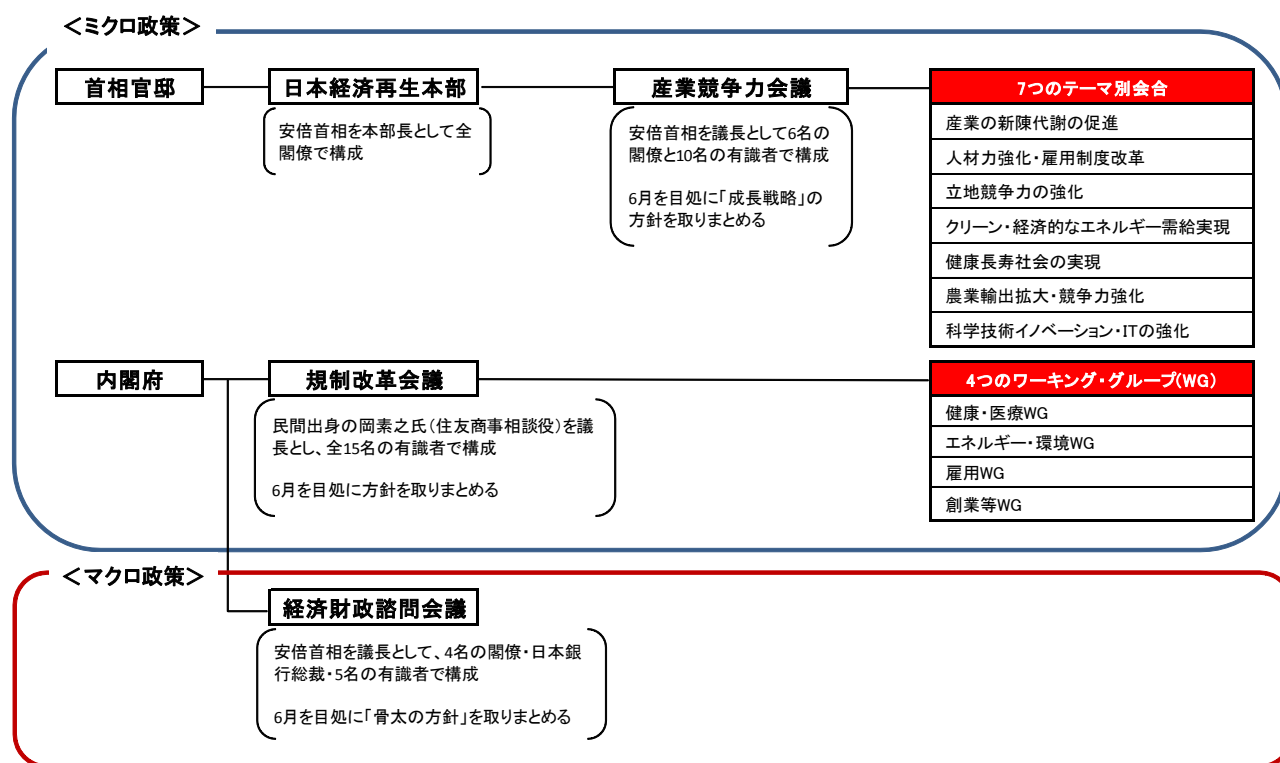
出所: 日本銀行、経済産業省資料より野村證券作成

成長戦略もいよいよ大詰め

アベノミクスを構成する 3 本の矢のうち、「大胆な金融政策」は日本銀行による「量的・質的緩和」策に結実、「機動的な財政政策」も緊急経済対策と銘打った 2012 年度補正予算、2013 年度当初予算や復興特会の増額という形で具体化された。残すは、アベノミクスの要とも言うべき「成長戦略」である。

安倍政権下での成長戦略は、ミクロ政策に関しては、日本経済再生本部の下に設置された産業競争力会議と、内閣府に設置され主に規制改革(規制緩和)を検討する規制改革会議が検討を行っている。さらに産業競争力会議の下には 7 つのテーマ別会合が置かれ、これとは別に規制改革会議の下にも 4 つのワーキング・グループが設置され、具体的な政策が検討されている(図表 3)。当初は、産業競争力会議が検討した政策の実施に際し、障壁となる規制の緩和を規制改革会議で具体的に検討するとみられていたが、両者の議論は同時進行で進展しており、検討課題の中には重複する部分も多い。

図表 3: 成長戦略の検討を行っている政府組織



出所: 野村證券作成

一方、マクロ政策や財政健全化目標に関しては、再稼働した経済財政諮問会議が担っている。ただし、労働政策など一部ミクロ政策と重複する議題が独自に挙げられるなど、三者の棲み分けは必ずしも明確ではない。

この結果、ここまで挙げられた戦略は、やや総花的で成長戦略の総ざらい的な様相となっている。最終的な成長戦略の大枠は 6 月中旬までに取りまとめられ、閣議決定される見込みである。ただし、安倍首相はこれを前倒しする形で、3 回に分けて成長戦略を公表する予定であり、既に第 1 弾は 4 月 19 日に、第 2 弾は 5 月 17 日に公表済みである。

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。

第1弾では女性の活用を中心に若者・医療といったテーマが取り上げられた。いずれも重要な政策ではあるものの、iPS細胞研究への支援(10年間で約1100億円)、待機児童の解消(2017年度までに解消する)のように、期限や具体的な数値目標が挙げられたものは限られている上、女性の地位向上(2020年までに指導的地位に女性が占める割合を30%以上にする)のように達成までの道筋が曖昧なものも見受けられる(図表4)。

図表4: 成長戦略の前倒し公表第1弾(4月19日の安倍首相記者会見)

大区分	分野
女性関連分野	全上場企業で役員に1人以上の女性登用を経済三団体に要請 2020年までに指導的地位に女性が占める割合を30%以上にする 2017年度までに待機児童ゼロを目指す(「待機児童解消加速化プラン」) 幼稚園の長時間預かり保育も支援対象 事業所内保育の助成要件を緩和 子どもが3歳になるまでの育児休業を経済三団体に要請 育児休業からの復職支援(「学び直し支援金」の導入検討など)
医療・保健分野	官民一体で医療の国際展開を図る「メディカル・エクセレンス・ジャパン」を創設 iPS細胞研究に10年間で約1100億円を支援 再生医療製品の審査期間を大幅短縮する薬事法の改正 細胞培養の民間委託を可能に 医療機器の認証審査短縮と中小企業の進出支援 医療機器メーカーを認可制から登録制に 日本版NIH(国立衛生研究所)を創設 難病対策の推進
労働・雇用分野	成熟産業から成長産業へのスムーズな人材シフト(労働移動支援助成金の増額等) 3ヶ月の試し雇用を支援する「トライアル雇用制度」を拡充 資格取得を支援する「自発的キャリアアップ制度」を創設 就活解禁を大学3年12月から3月に後ろ倒し 公務員試験で「生きた英語」を必須に
外交分野	アジア太平洋、欧州との経済連携交渉を進める 経済外交をスタート、トップセールスで海外展開 首相のロシア訪問で「先端医療センター」構想推進へ 首相のアラブ首長国連邦訪問で「先端医療センター」構想推進で合意を目指す

出所: 各種報道資料より野村證券作成

第2弾では、この反省に立ってか、より具体的な目標が設定された(図表5)。当然、ここに掲げられた戦略はこれまで産業競争力会議や規制改革会議で議論されたものと重なるものが多いが、以下の3点は、新しい戦略として特に注目される。

- (1)「企業実証特例制度」の新設: 安倍首相は、企業のイノベーション支援の一環として、「企業実証特例制度」を実施する意向を明らかにした。これは、企業が新技術の開発などで規制の緩和を求めた場合、当該企業だけを対象として特例として規制を緩和するものである。安倍首相は、具体例として、公道における次世代自動車(自動運転車)の実験を挙げた。
- (2)今後3年間で「集中投資促進期間」と位置付か国内での投資を促進するため、税制、予算、金融、規制改革などあらゆる政策を動員して民間企業による投資を促進する方針が打ち出された。こうした政策には、設備の稼働状況に応じてリース費用を可変的なものにする新しいリース手法の導入も含まれる。また、12年に63兆円に落ち込んだ民間設備投資額を、今後3年間でリーマンショック以前の70兆円にまで拡大させるという数値目標も掲げられた。
- (3)訪日外国人数を拡大: 東南アジアからの訪問者などに対するビザの発給要件の緩和などにより、将来的に海外からの訪問者数を現行の年間800万人程度から、2000万人にまで増やす方針が発表された。われわれの試算では、これによるGDP押し上げ効果は0.8%ポイントに達する。

5月17日付の日本経済新聞などによれば、安倍首相は6月上旬（5日前後）にも、第3弾として経済特区や民間資金の活用策をテーマとした成長戦略を前倒しで公表する予定である。3回に分けて成長戦略を発表するのは、7月の参議院選挙にむけて政策をアピールする機会を増やすという面もあるが、政府の方針を国民や企業に浸透させる目的もあり、その面では一定の効果を収めることが期待できる。一方で、各政策自体は有益であっても、政府として最終的に目指している日本経済の全体像や、そこに到達するまでの具体的な道筋、優先順位が分かり難いという弊害もある。

図表 5: 成長戦略の前倒し公表第2弾(5月17日の安倍首相記者会見)

新たに盛り込まれた成長戦略

- ・リース手法を活用した設備投資促進策
- ・ベンチャー企業に求められる個人保証慣行の打破
- ・東南アジア向け査証(ビザ)の発給要件緩和: タイ、マレーシア、ベトナムなど
- ・農業所得倍増計画の策定
- ・農業開拓ファンドの設置
- ・農家への直接支払い制度
- ・官民ファンド「クールジャパン推進機構」の創設
- ・コンテンツ輸出に係る権利の処理、手続きの一元管理窓口機関の整備

会見で明らかにされた成長戦略に関する数値目標の一部

	現行	目標	期間
民間設備投資額	63兆円	70兆円	3年間
海外でのインフラ受注額	10兆円	30兆円	2020年まで
農業所得	-	倍増	10年間
農林水産品の輸出額	4500億円	1兆円	2020年まで
6次産業の市場規模	1兆円	10兆円	10年間
訪日外国人数	年間800万人	1000万~2000万人	-
放送コンテンツの輸出額	-	3倍以上	5年間
大学の外国人教員	-	倍増	3年間
世界大学ランキング100位以内の大学数	2校	10校	10年間

注: 5月17日に行われた安倍首相のスピーチにおいて発表された成長戦略のうち、産業競争力会議・テーマ別会合の議案に挙げられていなかったものを列挙した。

出所: 安倍首相によるスピーチより野村證券作成

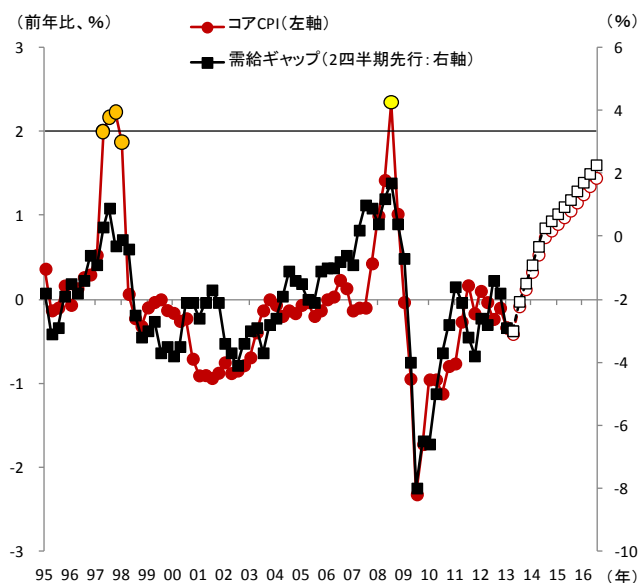
物価安定の目標達成に向けた成長戦略とは

広範囲にわたる成長戦略の評価軸としては、様々なものが想定されるが、その一つとして金融政策、財政政策で目指すべき着地点との連動性を上げることができよう。もとより、アベノミクスの3本の矢は各々を独立した政策として捉えるのではなく、一体となって日本経済の再生に資するものと捉えることが自然であろう。

金融政策面では、日銀は2%の物価安定目標を2年以内に達成するとの目標を掲げ、2年間でマネタリーベースを2倍にする「量的・質的緩和政策」の導入を決定した。4月26日に公表した展望レポートでは、半年前倒しで2015年度の見通しを公表した上で、2015年半ばにも2%目標の達成が可能であるとの見通しを示した。

ただし、経済構造の変化を前提としない限り、展望レポートで日銀が大勢見通しとして示した実質GDP成長率を用いても、2年以内に2%ターゲットを達成することは困難であると言わざるを得ない。図表6は大勢見通しで示された実質GDP成長率を用いてGDPギャップ(=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)を試算したうえで、そこから推計されるコアCPI(生鮮食品を除く総合指数)の伸び率を描いている。日銀の見通しに基づけば、15年度末にはGDPギャップは+2%程度まで上昇する見込みであるが、それでもなおコアCPI伸び率は2%には届かない結果となる。

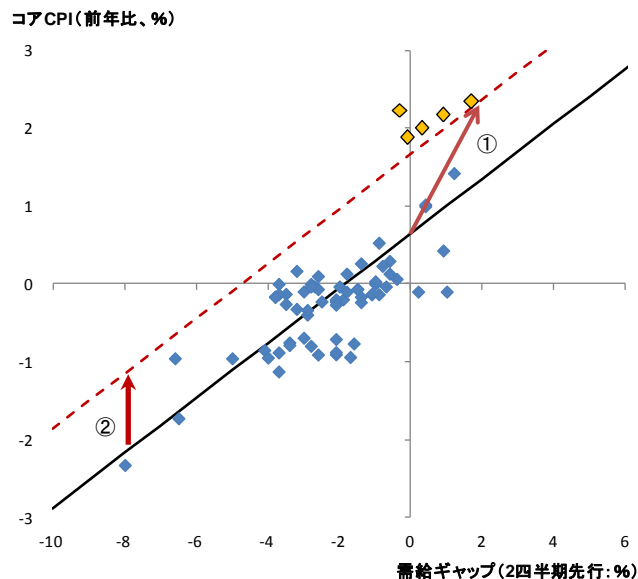
図表 6: コア CPI(生鮮食品除く総合)と需給ギャップのシミュレーション



注: 1. 需給ギャップは実績は内閣府試算値、先行きは野村證券。2. 日銀にならって潜在成長率を0.5%とし、先行き見通しは展望レポート(4月)の大勢見通しの中央値を使用。3. コアCPIの先行きは需給ギャップから算出。

出所: 日本銀行、内閣府、総務省資料より野村證券作成

図表 7: フィリップス曲線: コア CPI(生鮮食品を除く総合)



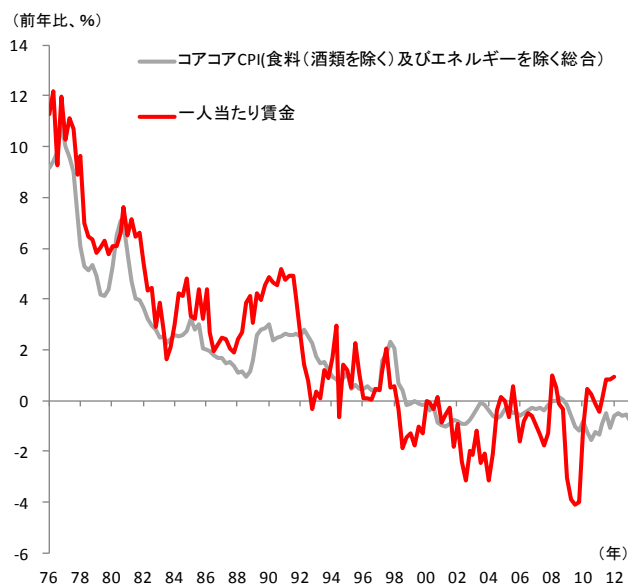
注: 1. データは1996年1-3月期から2013年1-3月期。2. 需給ギャップは内閣府試算値。3. 潜在成長率は0.5%とし、実質GDPは日銀の展望レポート(4月)の大勢見通しの中央値を使用して需給ギャップの先行きを試算。4. 破線は2015年4-6月期以降、安定的に2.0%のインフレ率を達成するために必要とされるフィリップス曲線の上方シフト幅を表している。

出所: 日本銀行、内閣府、総務省資料より野村證券作成

図表7の実線は1996年以降のGDPギャップとコアCPI伸び率を用いてフィリップス曲線を描いている。仮に両者の交点がこの直線に沿って推移した場合、2016年度以降、毎年2%成長を続けたとしても、コアCPI伸び率が2%に達するのは2017年半ばとなる。2年以内に2%のインフレ目標を達成し、2%近辺で安定推移する状況に帰結させるためには、需給ギャップの動きに対してコアインフレ率が感応度を高め(図表7の①の経路)、最終的にはフィリップス曲線が上方シフトすることを想定する必要がある(同②の経路)。日銀はこのフィリップス曲線の上方シフトをもたらす要因こそ期待インフレ率の上昇であり、日銀の異次元緩和の目的は人々のインフレ期待を大幅に改善させることにあると説明している。

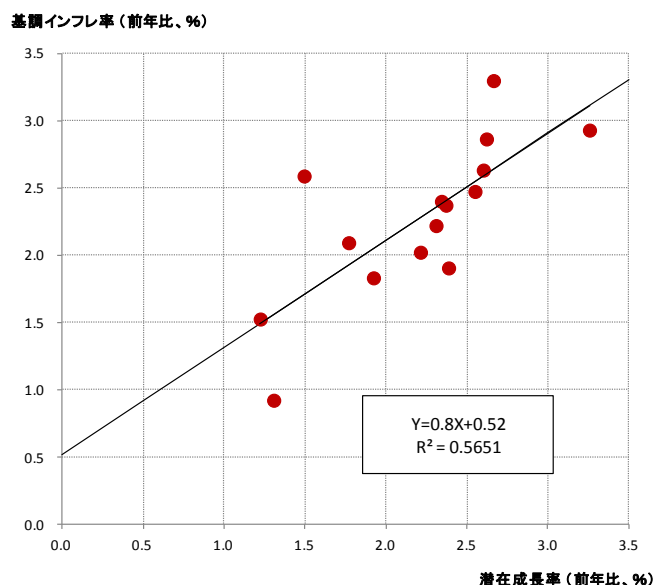
一方、マネタリーベース(その大部分は日銀当座預金残高)の倍増によって、10年以上の長きにわたってデフレを経験してきた各経済主体のデフレ・マインドを払拭し、期待インフレ率を引き上げることは容易ではないとの見方も根強い。実際、一人当たり賃金の伸びが抑制された状況下で家計や企業のインフレ期待が高まる姿は想像し難く、仮に一時的にインフレ率が上昇した場合でも、実質賃金の低下に伴う購買力の低下から、物価の上昇基調は持続力に欠けるリスクがある(図表8)。

図表 8: 一人当たり賃金とコアコア CPI 伸び率



出所: 総務省、内閣府資料より野村證券作成

図表 9: 潜在成長率と基調インフレ率



注:1. 先進 12カ国における 90 年以降の平均値。2. 基調インフレ率=インフレ率-需給ギャップ。3. 需給ギャップ=(実際の GDP-潜在成長率)/潜在成長率×100。4. インフレ率は可能な限りコア CPI を使用。

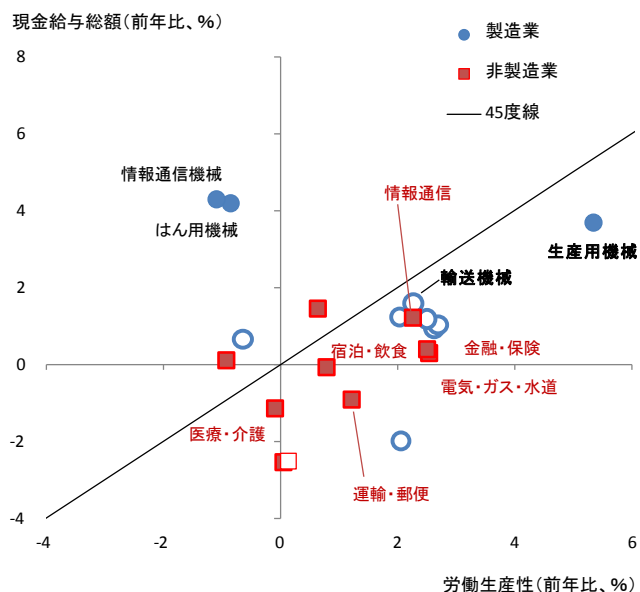
出所: 国際通貨基金(IMF)、総務省資料より野村證券作成

経験則的には、潜在成長率の高い国ほど、基調的なインフレ率が高止まりする傾向にある(図表 9)。この経験則に基づけば、日本のフィリップス曲線を上方シフトさせるためには、成長戦略によって潜在成長力を引き上げる必要があると言える。もとより、潜在成長率は一朝一夕で上昇するものではなく、高成長が持続する中で、期待成長率の改善とともに労働参加率の向上や資本ストックの蓄積、新技術・新産業の創設を通じて達成されるはずである。このため、2%ターゲットを安定的に達成するための成長戦略とは、1)競争やイノベーションを促進することで経済効率を高め、その結果として企業や労働者の生産性を高めること、に加え、2)様々な制約を取り除き、新しい需要を創出すること、が肝要であろう。

より具体的には、前者においては高い国際競争力を有する産業、特に製造業の競争環境を改善し、生産性の改善に伴う一人当たり賃金の上昇や国内での雇用増加へと繋げていく政策が待たれる。実際、2000 年以降の平均伸び率を見ると、多くの製造業で生産性の改善と一人当たり賃金(現金給与総額)が増加している一方、この間雇用を増加させたのは生産用機械産業や情報通信機械、はん用機械産業といった一部の業種に限られている(図表 10、図表 11)。

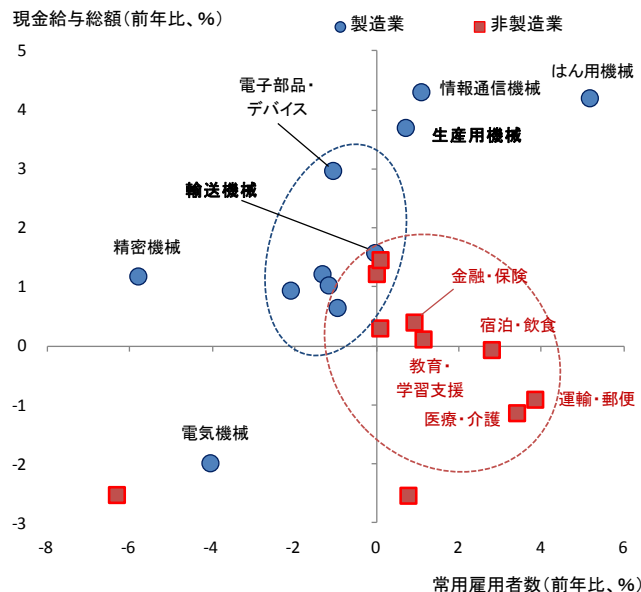
一方、非製造業では多くの業種で雇用者数こそ増加しているものの、賃金は伸びが非常に限定的か、あるいは減少していることが分かる。この一因として、非製造業の多くは労働集約的で一人当たりの資本装備率が低く、生産性の改善が難しいことが考えられる。少子・高齢化が進展する日本で今後需要の増加が見込まれる医療・介護分野では、過酷な労働条件に比べて賃金が安く、雇用が定着しないといった話は幾度となく繰り返されてきた。例えば医療用機械や介護ロボットのように、この分野で早期に機械化を進め、労働負担の軽減と生産性の向上に結びつけることができれば、一人当たり賃金の上昇が期待できるだけでなく、医療機械等の分野における国際競争力の改善にも資することが期待できよう。政府の成長戦略が具体的な数値目標を伴って実現される道筋が示されて行けば、早い段階で人々の期待成長率に働きかけるだけ、期待インフレ率の上昇を促す効果も期待できよう。

図表 10: 労働生産性と一人当たり賃金伸び率(業種別)



注:1. リーマンショックに伴う落ち込みとその反動が大きい期間(08年10-12月期から10年7-9月期)を除く平均値。2. 白抜きはこの間雇用者数が減少したことを表す。
出所: 各種資料より野村證券作成

図表 11: 雇用者数と一人当たり賃金伸び率(業種別)



注: リーマンショックに伴う落ち込みとその反動が大きい期間(08年10-12月期から10年7-9月期)を除く平均値。
出所: 各種資料より野村證券作成

もう一つの成長戦略

同様に、国内製造業の競争力環境の改善を測る具体的な評価軸として注目したいのが、いわゆる六重苦の改善である。図表 12 に示したように、国内製造業は円高や高い法人実効税率など、海外企業に比べてハンディキャップを負っていることが指摘されてきた。六重苦の解消が直ちに企業の生産性改善に貢献する訳ではないが、収益性の改善を通じて雇用や国内での設備投資の増加に資することが期待できる。図表 12 から分かるように、これらの対策は必ずしも全てが成長戦略として位置づけられている訳ではない。このため、個々に政策を評価した場合には、過小評価されがちであり、総体として捉えることで、日本経済への恩恵をより正確に捉えることが可能となろう。

図表 12: 日本企業の抱える六重苦と政府・日銀の対応

項目	政府・日銀の対応
円高	金融緩和期待の台頭から昨年11月以来、ドル円相場は20%以上の円安が進行。
高い法人税率	自民党は参院選公約に法人税率の20%台への引下げを盛り込む方針。
厳しい労働・解雇規制	限定社員の導入・働き方の柔軟化。解雇規制の緩和は先送り。
経済連携協定の遅れ	TPP加盟交渉への参加を決定、RCEP交渉がスタート。
厳しい温暖化ガス削減目標	温暖化ガス排出量の削減目標(2020年に90年比25%削減)を撤回。
電力不足・電力料金の上昇	石炭火力の新増設が2015年にも再開。米国でのLNGの調達。新規基準の施行を踏まえ、7月中に6原発で再稼働申請。

出所: 野村證券

これらの対策のうち、今後の展開が注目されるのが法人税率の引き下げと電力不足の解消・電気料金引き上げリスクの軽減であろう。円高の調整は足元までに随分と進展しており、経済連携協定や温暖化ガスの削減目標に関しても、TPP（環太平洋経済連携協定）交渉への参加や削減目標の撤回など、議論の流れが決着し始めている。一方、解雇規制の緩和に関しては、一時議論の俎上に上がったものの、反対の声も大きく決着は先送りされた格好となった。

法人税率の引き下げに関しては、成長戦略ではなく自民党の政権公約に盛り込まれる可能性が高い。自民党は既に、先の衆議院選挙の政権公約に法人税率の引下げを盛り込んでいたが、4月25日付けの産経新聞等の報道によれば、参議院選挙の公約には「20%台への引下げ」とより踏み込んだ表現が盛り込まれる模様である。現在、日本の実効法人税率（東京都）は38%程度であるが、復興財源としての臨時措置が終了する2015年度以降は35.64%となる。仮に中国や韓国なみの25%程度まで引き下げられた場合、2年間の累積で実質設備投資を2.9%ポイント、実質GDPを0.5%ポイント程度押し上げる効果が見込まれる（図表13）。

図表 13: 法人税引き下げの影響

	法人税率10%ポイント引き下げ (%)	
	1年目	2年目
実質GDP	0.3	0.5
実質個人消費	0.1	0.2
実質設備投資	1.8	2.9
実質住宅投資	0.1	0.3
名目GDP	0.4	0.8
名目個人消費	0.1	0.4
名目設備投資	1.8	3.1
名目住宅投資	0.2	0.5
租税総額	-4.5	-3.8
一般政府財政バランス対GDP比	-0.7	-0.7
一般政府累積財政赤字対GDP比	-0.2	-0.2
GDPデフレーター	0.0	0.2
消費デフレーター	0.0	0.2
設備投資デフレーター	0.0	0.1
住宅投資デフレーター	0.0	0.2

注: 引き下げによる減税額の対象は全て国税とした。試算値は、2012年度予算の数字を基に内閣府・短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)を利用して計算。

出所: 財務省、内閣府資料より野村證券作成

図表 14: 原子力発電の稼働停止に伴う燃料費への影響 (経済産業省推計)

電力9社計	2010年度実績	2011年度実績	2012年度推計	2013年度推計
総コスト	約14.6兆円	約16.9兆円	約18.1兆円	
燃料費	約3.6兆円	約5.9兆円	約7.1兆円 (第3四半期までの実績に基づく試算)	
うち 原発停止による燃料費増	-	+2.3兆円 内訳 LNG +1.2兆円 石油 +1.2兆円 石炭 +0.1兆円 原子力-0.2兆円	+3.1兆円 内訳 LNG +1.4兆円 石油 +1.9兆円 石炭 +0.1兆円 原子力-0.3兆円	+3.8兆円 内訳 LNG +1.6兆円 石油 +2.4兆円 石炭 +0.1兆円 原子力-0.3兆円
燃料増が総コストに占める割合(%)	-	約13.6%	約17.1%	
原子力利用率	66.80%	25%	3.8%	3.8%

注: 原子力発電の稼働停止に伴う火力発電の焼き増しによる2012、2013年度の燃料費の増加について試算したもの。2013年度は、2012年度推計に用いた燃料価格を、直近の為替動向を踏まえ為替レートを1ドル100円に補正し、原子力の稼働を2012年度と同等と仮定して推計。出所: 経済産業省(2013年4月17日 総合資源エネルギー調査会 総合部会 電力需給検証小委員会(第3回)配付資料)

また、電力各社は電気料金に直結し易い発電用の燃料コスト抑制に向けて、様々な施策を講じている。電力各社は7月に原子力発電に対する新規規制基準が施行されることを受け、原発の運転再開を原子力規制委員会に申請する方針である。経済産業省は、2013年度の燃料費は原発の停止により3.8兆円増加すると試算している。このため、原発の再稼働が認められれば、1基当たり1226億円程度の燃料コストが低下することになる。また、政府は石炭火力発電所の新増設に向け、環境影響評価(アセスメント)の基準を作成し、5月に石炭火力の入札を締め切る東京電力から適用する方針である(4月25日付日経新聞)。電力需給検証小委員会の資料によれば、1kWh(キロワット時)の2013年度の燃料単価は石炭で5円と、石油(20円)、LNG(13円)と比べ割安である。同紙によれば、仮に東電の入札規模を前

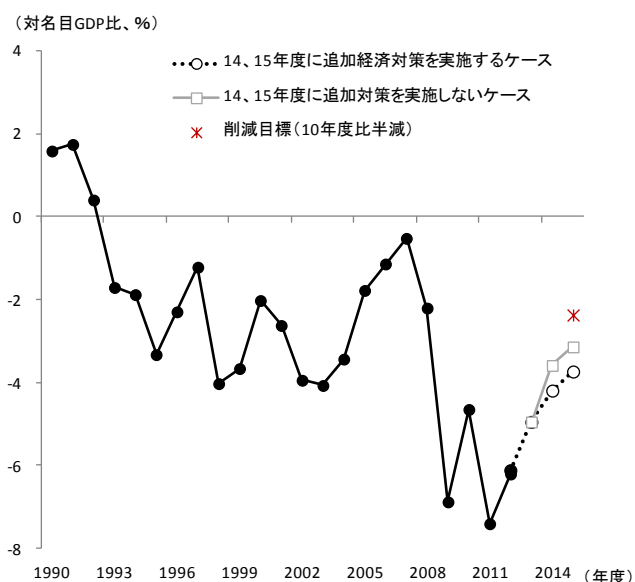
提に試算した場合、石油火力から石炭火力への転換で年間 1750 億円程度、LNG からの転換で 1150 億円程度、燃料費を抑制できる計算となる。その他にも、米国から割安な LNG を輸入する動きも進展している。

順調にいても石炭火力の稼働は 2015 年、米国からの LNG の調達も 2017 年からと、直ちにその効果が見込める訳ではない。また、法人税率の引下げに関しても、来年度の税制改正大綱に盛り込まれるかは予断を許さず、仮に法人税率引き下げの機運が高まったとしても、30%程度が当面の目標値になろう。ただし、既述したように、円高の是正や温暖化ガス削減目標の見直し、TPP への交渉参加など、競争環境の改善に向けた動きが既に出始めている。これら成長戦略に含まれない政策の中にも、日本経済の再生に寄与し得る政策が講じられつつある点は注目に値しよう。

財政再建目標を見据えた成長戦略

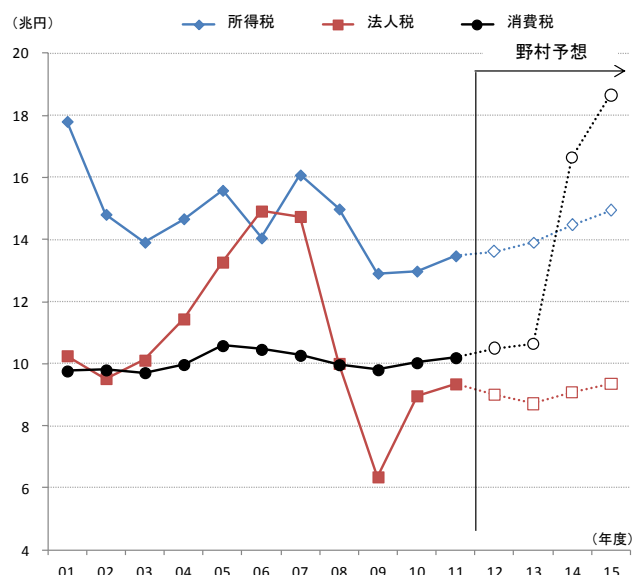
政府は 6 月 17、18 日の主要国首脳会議までに成長戦略と並んで中期的な財政再建計画を含んだ「骨太の方針」を公表する予定である。現時点で政府は、民主党政権が国際公約として掲げた基礎的財政収支の対 GDP 比を 2015 年度までに 2010 年度比で半減、2020 年度までに黒字化との再建計画を堅持する見込みである（図表 15：ただし、実際の公約は SNA ベースであり数値は異なる）。

図表 15: 一般政府の基礎的財政収支



出所: 各種資料より野村證券作成

図表 16: 租税収入の動向



出所: 財務省資料より野村證券作成

また、10 月には消費増税の是非を最終決定する予定である。ただし、ここに来て一部の有識者や政治家からは、消費増税を見送るべき、あるいは必要ないとの意見が散見され始めた。図表 16 に示されるように、消費税収は景気の振幅に左右され難く、安定的な財源として計算が立ちやすい。今後、高齢化が進展し、社会保障費の増加が見込まれる中で財政再建を目指す日本にとって、消費増税を回避し、経済成長に依存しながら財政再建を目指すことは容易ではなからう。このため、我々は消費増税を確実にするために 14、15 年度ともに公共投資 3 兆円を含む、5 兆円程度の景気対策を前提として経済見通しに織り込んでいる。この前提と財政再建目標の関係を見るために行った我々の試算では、追加景気対策の有無に関係なく、15 年度の半減目標達成は困難であるとの結果となった。この点を踏まえ、現時点で我々のメインシナリオは、政府は予定通り消費増税を実施した後、2016 年度から財政再建に転じると言うものである。

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。

財政再建とのポリシーミックスの観点からは、2016年度以降、財政再建下でも安定的な経済成長を達成するだけの政策を講じることができるとポイントとなろう。現在の日本の潜在成長率が0.5%程度と見積られる中で、年平均1.0%(対GDP比)弱のペースで基礎的財政収支を改善させることは、低いハードルとは言えまい。財政面からみても、アベノミクス成功の要となる成長戦略を見極めるポイントは、総花的な政策論議から踏み込んで、政策効果発現までの時間軸と具体的な着地点を意識した政策が提示されるかにあると言えよう。

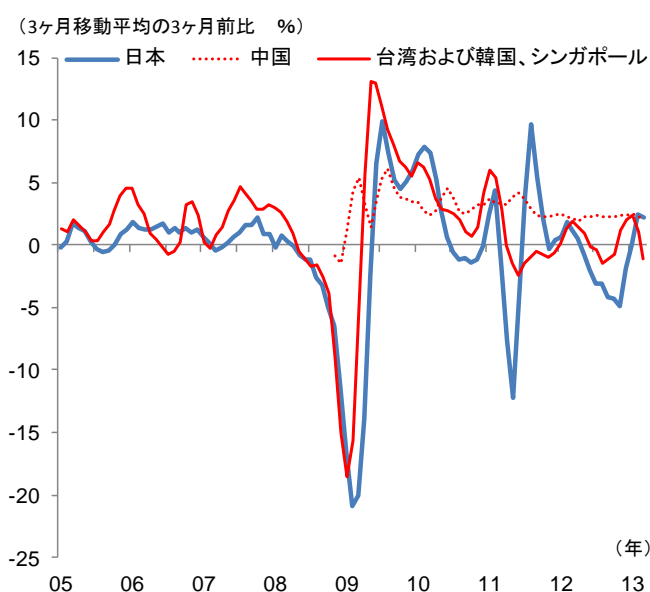
(2) 輸出は13年10-12月期以降加速、貿易赤字は緩やかに縮小

海外景気減速により足元で輸出は伸び悩むものの、年後半は加速の見込み

実質輸出は2013年1-3月期に前期比+3.8%と、2012年10-12月期の同-2.9%から一転して大幅な増加を記録した。増加率がプラスになったのは4四半期振りであった。輸出が増加に転じたのは、韓国・台湾などのアジア工業国・地域や中国における鉱工業生産が好調であったことによる面が大きい。アジア工業国・地域における生産は、既に昨秋から回復に転じていたが、これまでの日本とアジア工業国・地域との生産の相関を考えれば、日本の輸出が増加に転じるのは時間の問題であった(図表17)。

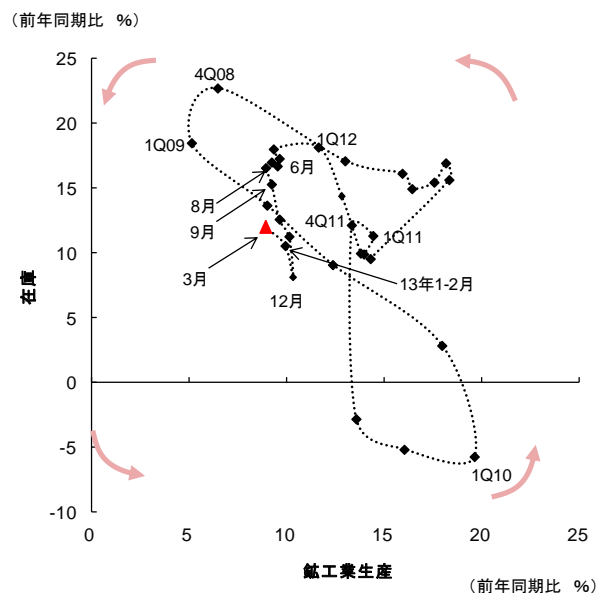
しかし、中国では、1-3月期より、習近平体制の下で導入された公務員への接待や贈答を抑制する対策などが消費の減速をもたらし、景気全体の減速につながってきた。3月における製造業の在庫増加率は、前年同月比で12.0%と、昨年12月末の8.1%から加速した(図表18)。積み上がった在庫を再び適正な水準に戻すためには、1~2四半期を要する可能性が高い。中国における生産拡大ペースの鈍化は、韓国や台湾などのアジア工業国・地域にも悪影響をもたらすことになろう。一方、米国では、3月1日から連邦政府の裁量的歳出を自動的に削減する措置が発動されたが、これによって4-6月期、7-9月期の成長率が弱めに出る可能性が高い。

図表17: 日本、中国およびアジア工業国・地域における鉱工業生産の推移



出所: CEIC データベースより野村証券作成

図表18: 中国における製造業の在庫・生産サイクル



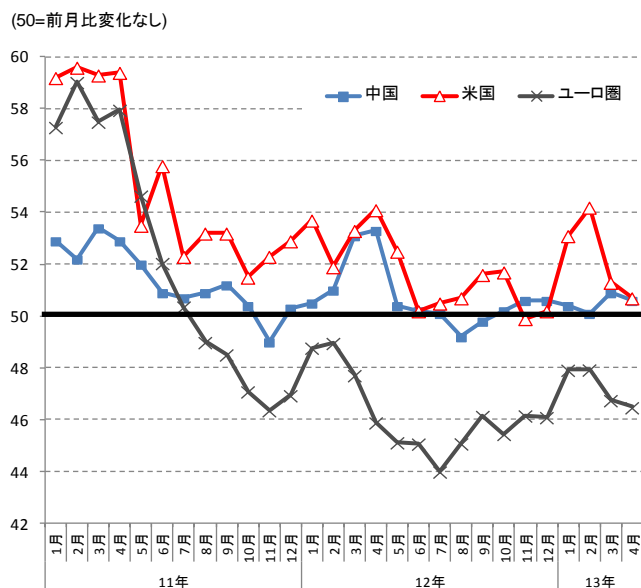
出所: CEIC データベースより野村証券作成

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けますようお願い申し上げます。

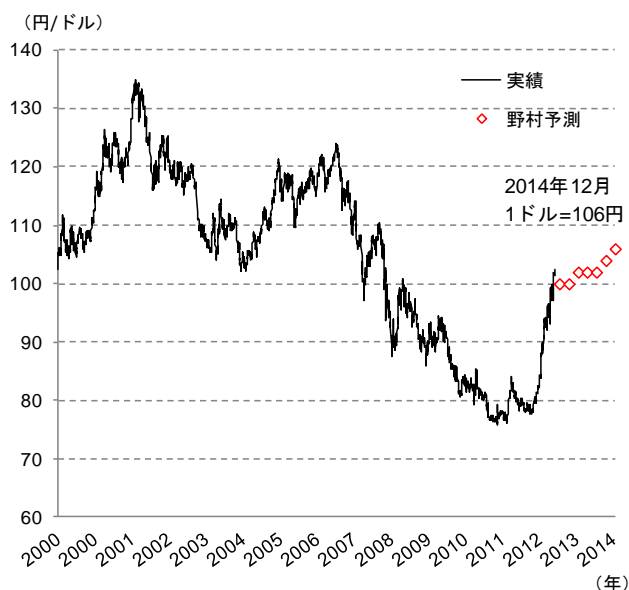
実際、多くの国・地域における足元の生産動向は、やや勢いを欠いていることが確認できる。米国の4月分製造業PMI（ISM製造業景気指数）は前月差-0.6ポイントの50.7となり、景気判断の分かれ目である50を超える水準を維持しているものの、回復ペースが急速に鈍化している（図表19）。中国の同指数（国家統計局公表）は同-0.3ポイントの50.6と、辛うじて50を上回る程度での推移となっている。ユーロ圏の同指数は同-0.1ポイントの46.7と、21カ月連続で50を下回る水準となり、景気低迷が続いていることを示している。こうした点を総合すると、世界経済は目先、やや勢いを欠いた動きになる可能性が高く、7-9月期までは、日本の輸出が一時的に伸び悩むと予想している。

図表19: 米国・中国・ユーロ圏の製造業PMI



出所: 米国供給管理協会、中国国家統計局、中国物流購買連合会、Markit Economics 社資料より野村證券作成

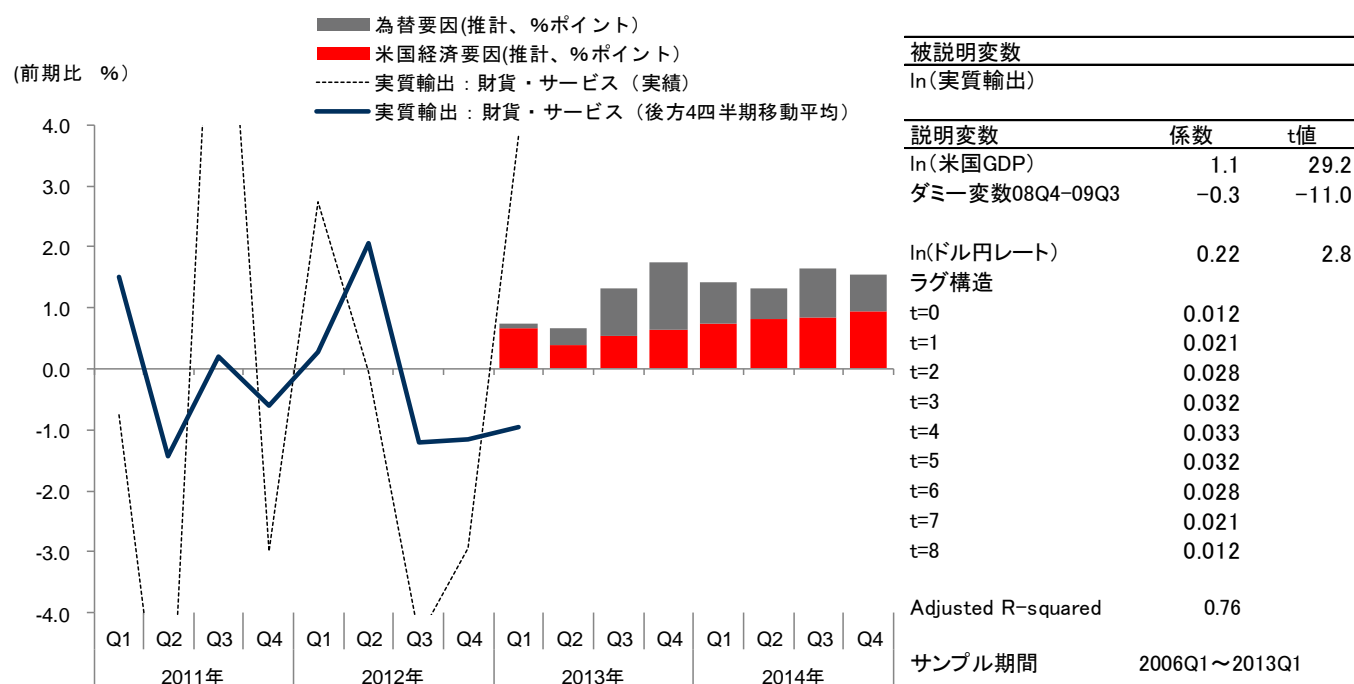
図表20: ドル円レートの推移と野村予測



出所: 日本銀行資料より野村證券作成

ただし、2013年10-12月期以降は、円安効果が本格的に発現する可能性が高い。足元では既に1ドル=100円を上回る水準まで円安が進んでいるが、我々は2014年末には106円程度まで緩やかな円安傾向が続くと見ている（図表20）。こうした為替の推移は数四半期かけて輸出への影響を強めていくと考えられる。また、米国経済も13年4-6月期に前期比年率1%台に減速するものの、財政問題の影響を概ね払拭することができると思われる13年10-12月期には2%台半ばの成長率を回復し、14年には3%弱の成長軌道に乗ると予想している。こうした円安効果の顕在化と米国景気の復調は日本の輸出を後押しすると予想される（図表21）。また、米国経済の回復に伴って、アジア景気も上向いてくると考えられることから、2013年10-12月期以降は輸出が大きく改善していく可能性が高い。実質輸出は同期以降、四半期ベースで前期比2%程度の伸び率を維持し、13年度は前年度比+4.0%、14年度は同+8.5%、15年度は同+9.4%と、大幅に加速すると野村は予想している。

図表 21: 米国経済と円安の日本の輸出への影響



注: 1. 推計にはアーモラグを用いている。また、系列相関の可能性があったため、Newey-Westの方法でt値を修正している。2. 決定係数0.76は、日本の輸出の76%は米国経済と為替レートにより説明可能であり、残り24%の変動部分は米国以外の国の経済動向、その他特殊要因等に依存することを意味する。

出所: 米国商務省、内閣府、日本銀行資料より野村證券作成

貿易赤字は緩やかに縮小、経常収支の黒字は拡大へ

一方、名目ベースでの貿易収支は赤字が定着し、2013年1-3月期の貿易収支（国際収支ベース、以下同様）は季節調整値で見て-2.5兆円と、12年10-12月期の-1.6兆円からマイナス幅を拡大させている。実質輸出の増加を背景に、実質GDPベースでの純輸出の寄与度は前期比+0.4%ポイントと4四半期振りのプラスとなったが、先行きに関しては2014年4月の消費税引き上げに向けた駆け込み需要により実質輸入が増加基調を強め、貿易赤字を拡大させる方向に影響する可能性が高い。我々は2013年度の貿易収支は-8.7兆円と、2012年度の-6.9兆円から赤字幅を拡大させる可能性が高いと見ている。

一方、貿易収支予測を2014年度:-7.5兆円、2015年度:-6.0兆円としているように、このまま貿易収支の赤字が拡大していくとは考えていない。前述したように、実質輸出は2013年年央に一時的に伸び率を鈍化させるものの、増加基調を続けると見込まれる。また、消費税引き上げ後は実質輸入が大幅に減速すると見られ、貿易収支の赤字縮小に寄与することが予想されよう。

また、輸出入に関する価格の動きも貿易収支改善を後押しすることが予想される。急速に円安が進み、為替相場は貿易収支の赤字を拡大させる方向に進んでいる一方、中国景気の減速などを受けて原油価格（北海ブレント）は4月半ばに1バレル=100ドルを割り込んだ後、反発力に乏しい推移となっている。図表22に示されるように、2013年度平均ドル円レートが1ドル=100円であっても、原油価格（北海ブレント）が2013年度平均で1バレル=90ドル程度まで下落した場合、貿易赤字が小幅改善すると試算される。我々は原油価格が2013年度平均で1バレル=100ドル、さらに2014年度平均は97ドルまで低下し、貿易収支の悪化を和らげる方向に働くと見込んでいる。

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 22: 為替・原油の貿易収支への影響(2013年度)

		(兆円)		
		2013年度のドル円レート 平均値(円/ドル)		
		80	100	120
2013年度 の原油 価格 平均値 (ブレン ト、ドル/ バレル)	120	-0.50	-1.99	-3.28
	115	-0.12	-1.60	-2.90
	110.3	0.24	-1.24	-2.54
	110	0.27	-1.22	-2.51
	105	0.65	-0.83	-2.12
	100	1.04	-0.45	-1.74
	95	1.42	-0.06	-1.35
	90	1.81	0.32	-0.97
	85	2.20	0.71	-0.58

注: 1. 内閣府・短期日本経済マクロ計量モデルの1年目の乗数を主に利用して試算。2. 2012年度(貿易赤字は-6.9兆円、為替レートは年度平均83.1円/ドル、原油価格は年度平均110.3ドル/バレル)からの貿易収支の乖離幅を示している。

出所: 財務省、内閣府資料より野村證券作成

以上のように、1)輸出の増加基調の継続、2)消費税引き上げ後の輸入の減速、3)原油価格の下落が、貿易収支を緩やかに改善させ、経常収支(=貿易収支+サービス収支+所得収支+経常移転収支)を改善させることになろう。

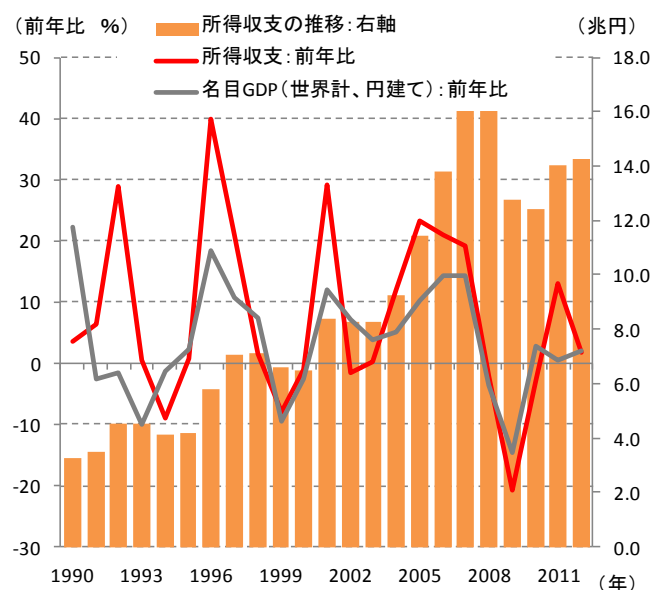
また、経常収支の黒字維持に近年大きく貢献している所得収支は、足元での円安によりさらにプラス幅を拡大させる可能性が高い。加えて、今後も世界経済が腰折れすることなく安定成長を続けることが予想されることを考えれば、所得収支黒字はさらに拡大していくことが予想される(図表 23)。こうした点を考慮し、我々は13年度の経常収支は+6.0兆円、14年度は+8.9兆円、15年度は+11.2兆円と拡大していくことを予想している。

(3) 設備投資は減少が続く、支援策の具体化にも注目

設備投資の低迷は続く、持ち直しは年後半に

GDP統計の1-3月期の実質民間設備投資は前期比-0.7%と減少した。10-12月期よりマイナス幅は縮小したものの、相関の高い輸出は増加に転じたのに対し、5四半期連続で減少となっている。日銀短観(3月調査)では2013年度の設備投資計画(全規模・全産業)は前年度比-3.9%と、弱気の姿勢が見られていた(図表 24)。加えて、機械メーカーによる2013年4-6月期の機械受注見通しでは、コア機械受注(船舶・電力を除く民需)が前期比-1.5%と、5四半期連続でのマイナスとなる可能性が示されるなど、目先は弱い動きが続く可能性が高いことが示唆されている。日銀短観(3月調査)の設備の過剰感を示す生産・営業用設備判断DI(全規模・全産業)でも6%ポイントと、12月調査から

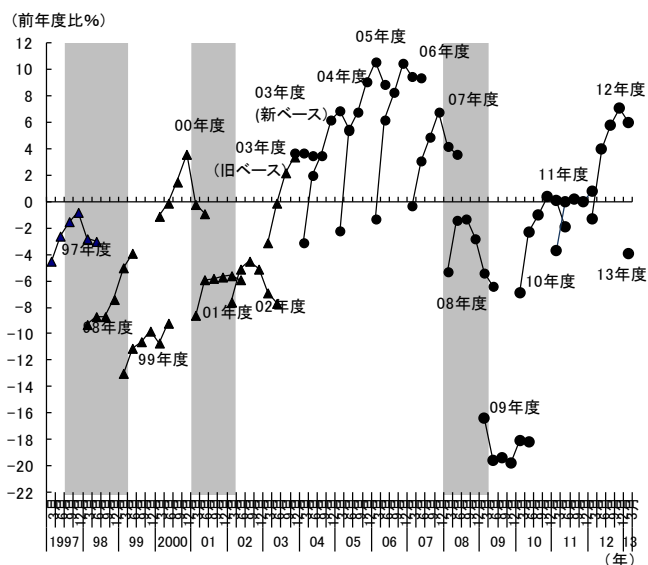
図表 23: 所得収支と名目世界 GDP



出所: 財務省、IMF(国際通貨基金)資料より野村證券作成

横ばいで推移し、設備過剰感がまだ残っていることが示唆されている（図表 25）。設備投資の持ち直しには、内外の需要拡大を通じてさらに設備稼働率が高まっていくのを待つ必要があろう。

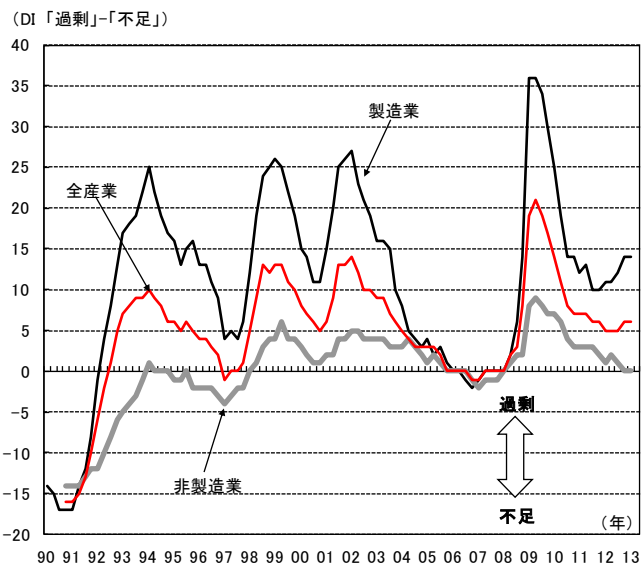
図表 24: 設備投資計画(含む土地投資額、除くソフトウェア投資額)の修正状況



注: 1. 全規模・全産業の計数。過去の数字については定例見直しを反映していない。2. 2004年3月調査より新ベースに移行している。2003年12月調査については新ベースでの再集計が行われている。3. 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: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 25: 企業の設備過剰感の推移(全規模ベース)



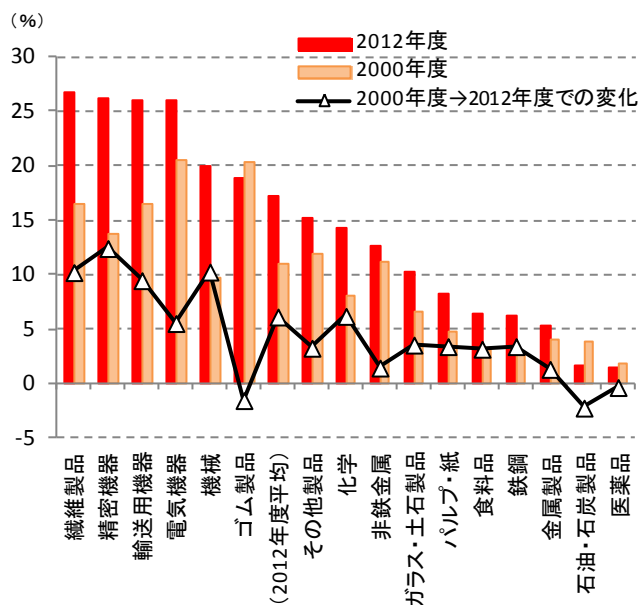
注: 調査方法の変更起因する2003年12月調査以前と、2004年3月調査以降との段差は、2004年3月調査以降の水準に合わせる形でそれ以前の水準を修正した。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

また、近年、製造業が国内生産から海外現地生産への比重を高めていることも足元の設備投資の動向に影響している可能性がある。「企業行動に関するアンケート調査(2012年度)」によれば、12年度の製造業の海外現地生産比率は17.7%（実績見込み）となり、調査開始の1989年度の3.8%の4倍超、業種別動向が確認できる2000年度の11.1%からは1.5倍程度となっている（図表 26）。こうした構造変化は円安による業績改善の効果が低減することになり、過去に比べて円安が設備投資にもたらす影響が小さくなっている可能性を示唆するものと言える。

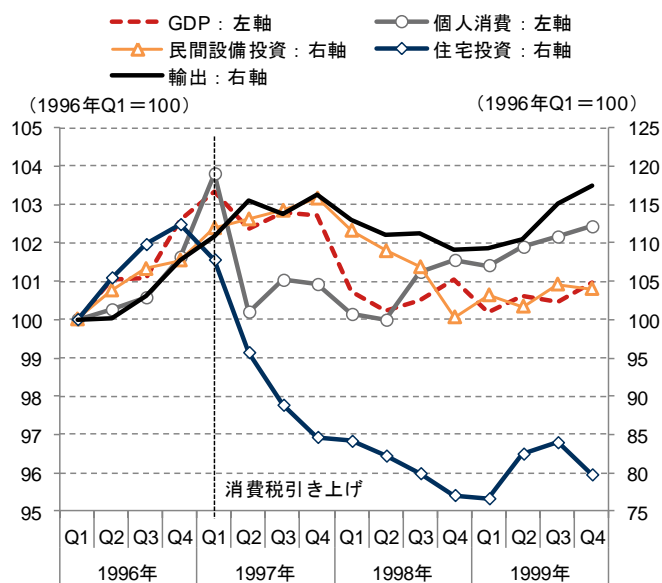
実際に、日本企業は円安で収益を改善させているものの、国内の設備投資に対する慎重姿勢は変えていない、との報道は多い。しかし、今後も円安が続き、価格競争力が高まることで日本の輸出は増加していくことが予想される。輸出の増加基調が継続することになれば、設備稼働率の上昇を受け、いずれ国内の設備投資需要も高まることとなろう。

図表 26: 製造業の海外現地生産比率



注: 海外現地生産比率を 0.0% と回答した企業を含めた単純平均。
海外現地生産比率 = 海外現地生産による生産高 / (国内生産による生産高 + 海外現地生産による生産高)

出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 27: 1997 年の消費税引き上げ前後の
需要項目の動き

出所: 内閣府資料より野村證券作成

設備投資促進策の具体化にも注目する必要

1997 年度の消費税引き上げ時の経済動向を見ると、個人消費、住宅投資が大きく下振れる中、設備投資は輸出とともに日本経済を下支えしていたことが確認できる (図表 27)。2014 年 4 月、2015 年 10 月の消費税引き上げ時においても、設備投資は日本経済のけん引役としてさらに重要性を高めていくことが予想される。

そうした中、5 月 17 日に安倍首相が発表した新たな成長戦略の内容には、今後 3 年間で「集中投資促進期間」と位置付け、12 年に 63 兆円に落ち込んだ民間設備投資額を、今後 3 年間でリーマンショック以前の 70 兆円にまで拡大させるという数値目標が含まれた。国内での投資を促進するため、税制、予算、金融、規制改革などあらゆる政策を動員して民間企業による投資を促進するとのことであり、今後の設備投資動向を見る上では、こうした政策の具体化にも注目する必要がある。

(4) 住宅投資は比較的底堅く推移する見込み

住宅に関するマクロ環境はここ数年で大きく改善

1-3 月期の実質民間住宅投資は前期比+1.9%と 4 四半期連続で増加し、好調を維持している。こうした動きには消費税引き上げ前の駆け込み需要による影響があると考えられる。一方、2013 年度税制改正では、住宅ローンの最高減税額を年 40 万円に拡大 (14 年 4 月から開始、控除期間 10 年) するといった消費税の負担軽減措置が盛り込まれた。今後の住宅投資は 14 年 4 月の消費税引き上げに向けて増加基調が続くものの、増加ペースは 97 年の消費税引き上げ前よりも緩やかなものとなると予想される。一方、消費税引き上げ後の反動減も緩やかなものに留まると見込まれる。

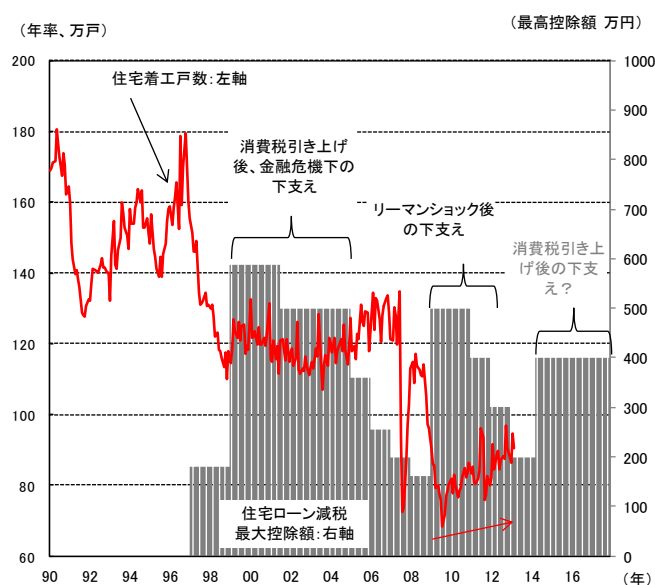
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

また、家計が住宅を購入するにあたって重要なマクロ経済要素である、金利環境、住宅価格・地価、所得環境は、住宅需要を高める方向にあると考えられる。住宅ローン金利の参考となる国債金利はやや不安定な動きを続けているが、10年債利回りは依然として低水準にある。住宅価格についても都心を中心にマンション価格は緩やかな上昇に留まり、建設価格や地価の下落が数年続いてきた。図表 29 は「住宅取得コスト」(マンション価格や住宅・土地価格)に対する「資金調達可能額」(所得動向、金利動向により示される家計の潜在的資金力を示すもの)の比率である。同指数は足元にかけて緩やかに上昇し、家計が住宅を購入するに当たっての余力が増加していることを示している。

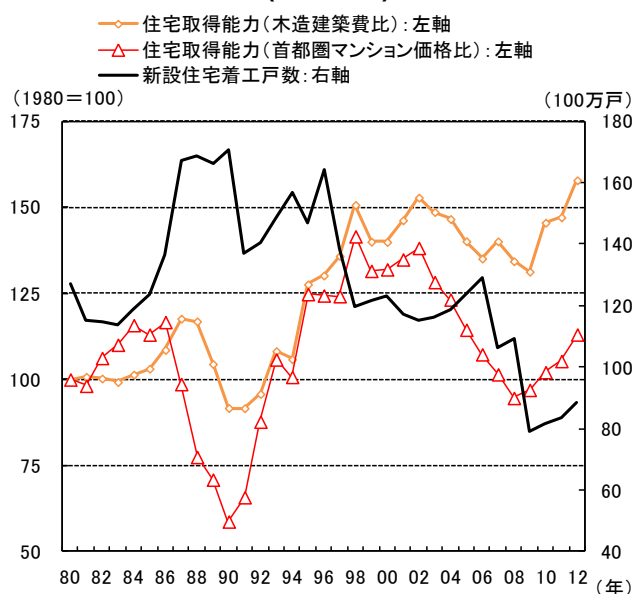
こうした点も踏まえれば、消費税率 8%への引き上げ後に住宅投資は一時的に反動減が生じるものの、その後は緩やかに回復すると予想される。2015 年 10 月の 10%への引き上げに対して再度駆け込み需要が発生すると見られることなどから、住宅投資は 2015 年度初めまで比較的底堅く推移することになるだろう。

図表 28: 住宅着工戸数の推移



出所: 各種資料より野村證券作成

図表 29: 住宅取得能力(借入のみ)の推移



注: 住宅取得能力=(持家取得年齢人口(30-44 歳)の可処分所得×住宅ローン返済世帯のローン返済金・可処分所得比÷割賦率)÷(住宅価格または住宅建築費)。割賦率= $i \times (1+i)^n / ((1+i)^n - 1)$ 、 i は公庫基準金利、 n は返済期間。ここでは返済期間を 30 年とした。

出所: 各種資料より野村證券作成

(5) 「アベノミクス」を受けて加速した個人消費

2012 年度の個人消費は前年度比+1.6%と堅調

個人消費の堅調が続いている。2013 年 1-3 月期の実質個人消費は前期比+0.9%となり、昨年 10-12 月期の同+0.4%から加速した。2012 年度を通じた成長率は前年度比+1.6%となり、前回の景気回復局面である 2002 年度～2007 年度の平均伸び率である前年度比+1.1%を上回る伸びとなった。尤も、リーマンショック後の 2009 年度以降、日本の個人消費の伸びが前年度比+1.1%を下回ったことはなく、その意味では「この数年間のトレンドに従って」個人消費が回復を続けているということもできるだろう(図表 30)。

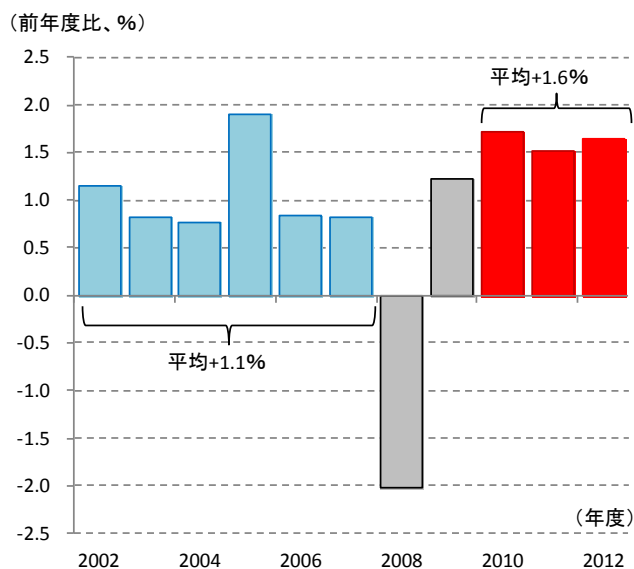
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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けますようお願い申し上げます。

消費者マインドの改善に支えられた1-3月期の個人消費

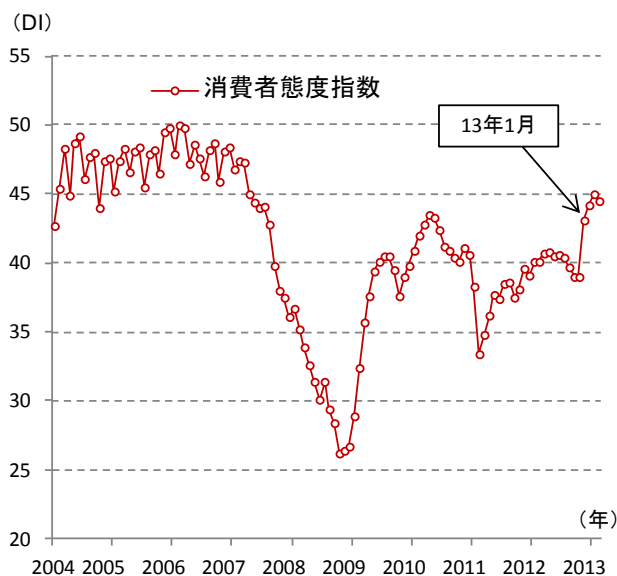
個人消費の堅調さはこれまでも指摘してきたが、特にこの1-3月期で特徴的なのは、家計のマインドが大きく改善したことである。家計関連の代表的なマインド指標は、昨年末から軒並み顕著に回復している。例えば、個人消費に1四半期程度先行する傾向のある消費者態度指数は、1月調査で43.1（前月差+4.1ポイント）となり、前月からの改善幅が統計開始以来の最大値を記録した（図表31）。また、タクシー運転手などの労働者を対象とし、街角の景況感を把握できるとされる景気ウォッチャー調査でも、2月～3月に掛けて、家計動向関連DIが現状・先行き判断DIの両方で過去最高値を記録した。

図表30: 実質個人消費の伸び率



注: 前回の景気回復局面は2002年2月～2008年2月
出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表31: 消費者態度指数の推移



注: 月次調査が行われた2004年3月以降を表示。調査方式が変更されたため2013年4月とそれ以前は厳密には接続しない。
出所: 内閣府資料より野村證券作成

マインドの改善は、幅広く消費を刺激した模様

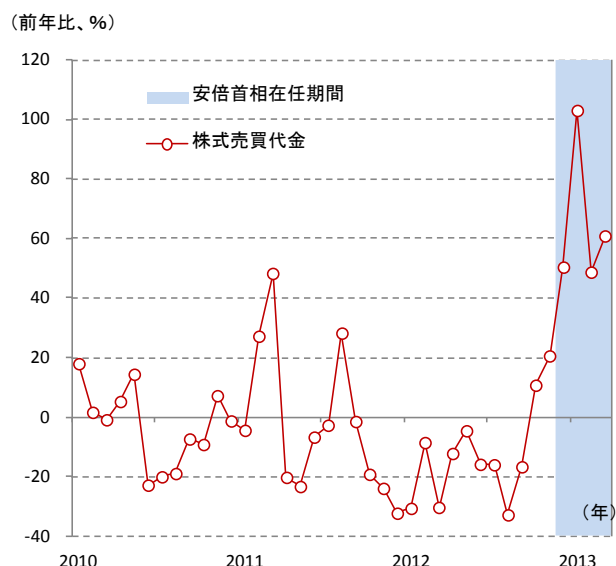
こうしたマインドの改善は、安倍首相の経済政策「アベノミクス」の影響を受けた部分が大いと思われる。上述の景気ウォッチャー調査でも、円安や株高を景況感改善の理由として挙げる声がみられた。家計調査で1-3月期の実質個人消費の内訳を十大費目に分けて確認すると、保健医療（前期比-0.9%）を除くすべての費目で消費額が増加している。これは以上のようなマインドの改善が背景にあつてのことであろう。

ただし、株式市場の活況や乗用車販売の好調さに押し上げられた面も

だが、マインドの改善以外にも1-3月期の個人消費を押し上げられた要因もある。例えば、株式市場の活況である。GDP統計では、個人消費の推計過程で全国証券取引所の株式売買代金が「金融」の供給側推計値として利用される。東京証券取引所によれば、1-3月期の全国株式売買代金は前年同期比+66.9%と、昨年10-12月期の同+26.3%、7-9月期の同-22.8%から一気に加速した（図表32）。我々は、株式売買代金急増により、1-3月期の個人消費が前期比+0.2%程度押し上げられたとみている。

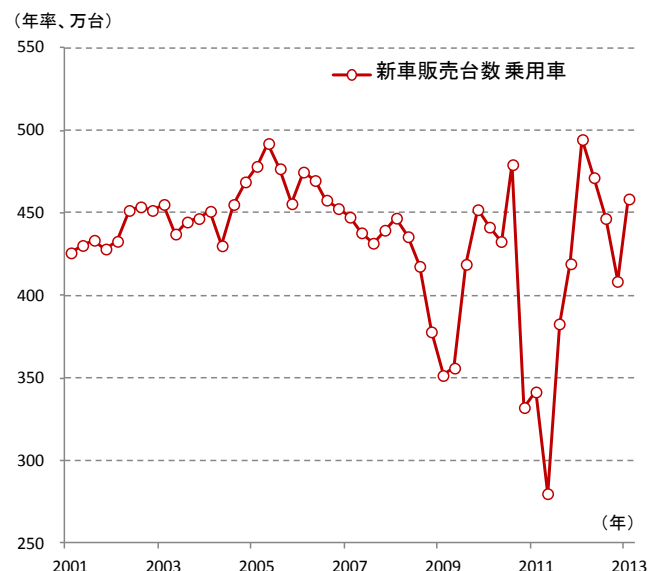
更に、新モデルの投入により乗用車販売も好調だった。1-3 月期の新車販売台数（軽自動車含む）は前期比+12.2%と増加し、同期の個人消費を同+0.3%程度押し上げたとみられる（図表 33）。1-3 月期の個人消費が大きく伸びた背景には、消費者マインドの好転に加え、これらの要因が重なったこともある。

図表 32: 全国証券所における株式売買代金



出所: 東京証券取引所資料より 野村證券作成

図表 33: 新車販売台数(乗用車)の推移



注: 季節調整は野村證券による。

出所: 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料より野村證券作成

これらの要因を控除しても、足もとの個人消費は強い

とはいえ、これらの要因を控除したとしても 1-3 月期の個人消費が堅調な伸びを記録した事実が変わりはなく、個人消費は増勢を維持していると評価できる。では、個人消費の力強さの源泉は一体何か。

堅調な個人消費の背景にある、二つの要因

我々は、個人消費の強さの背景には、大きく二つの要因があると考えている。一つは、日本の家計がリーマンショックの後遺症を引きずっていないことである。欧米では信用拡張によって家計のバランスシートが膨張、住宅バブル崩壊とリーマンショックにより、バランスシートが毀損した。しかし、日本の場合はそもそも家計がバブル的な状況に陥ることはなく、回復には足枷がなく、リーマンショック前のトレンド線上に復帰した（図表 34）。加えて、二つ目の要因として高齢化の進展が挙げられる。2012 年は「団塊の世代」が年金受給年齢に到達する年であり、金融資産を多く持つ高齢者世帯が消費を活性化させた可能性がある。

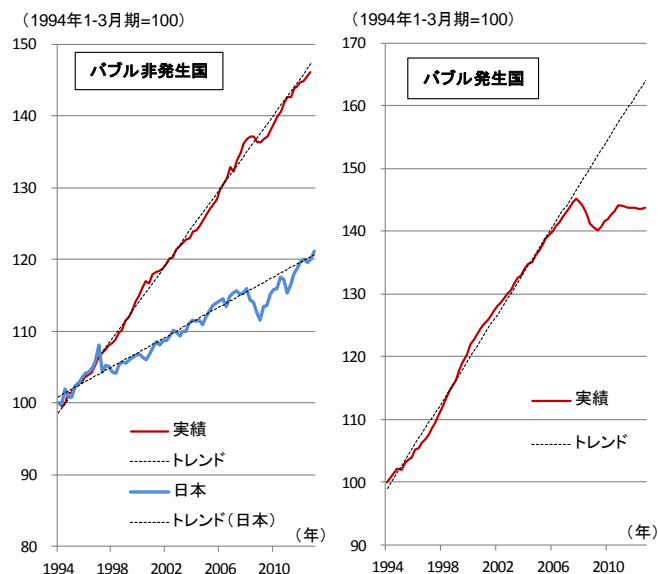
個人消費は賃金・生産から上方に乖離

実際、現役世代の消費を裏付けるマクロ賃金、その大元である生産動向を個人消費と比較した場合、2000 年頃から個人消費が上方に乖離しており、リーマンショック後に乖離は一層拡大している。すなわち、足元の個人消費の強さは「賃金の伸びを裏付けとした消費拡大」とは考えにくい（図表 35）。

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。

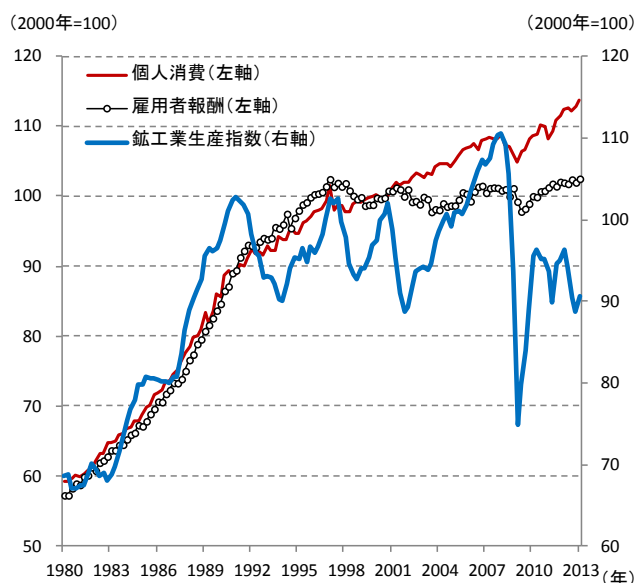
図表 34: リーマンショック前後の個人消費の国際比較



注: 「バブル非発生国」はカナダとドイツ、「バブル発生国」は米国、イギリス、イタリア、フランス。各国の実質個人消費を平均したものを表示。トレンドは94年から12年末までで計算。

出所: トムソン・ロイター・データストリームより野村證券作成

図表 35: 生産・マクロ賃金と個人消費の乖離



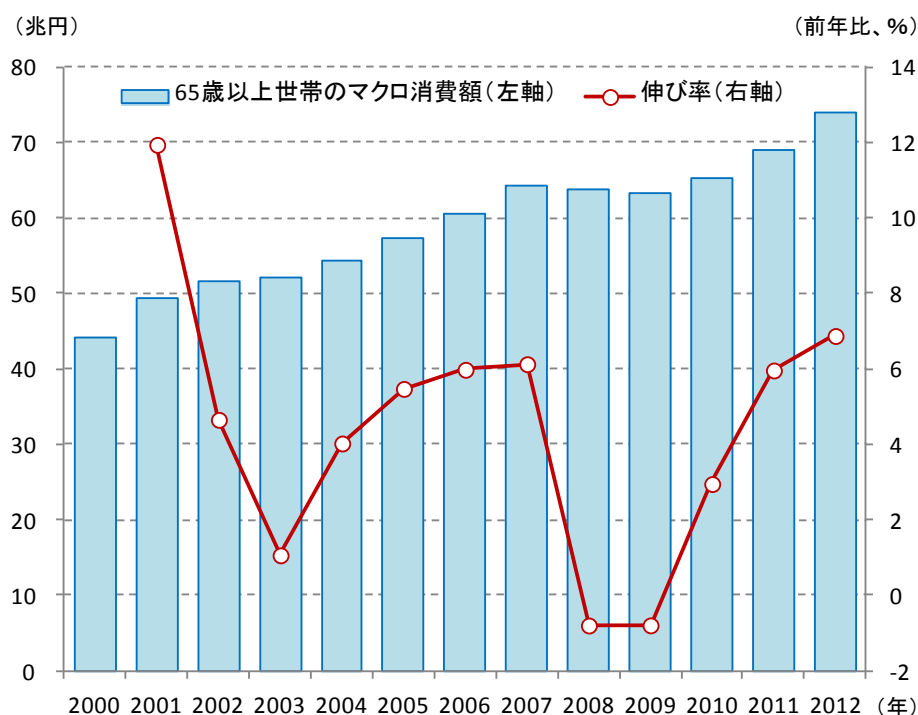
注: いずれも実質値。

出所: 内閣府、経済産業省資料より野村證券作成

高齢者のマクロ消費は増加ペースに加速感

そこで、高齢者世帯の消費額動向を見たのが図表 36 である。高齢者世帯数の増加に合わせてマクロの高齢者消費額は年々増加しており、2012 年に掛けても加速がみられた。「団塊の世代」の年金受給開始が続く 2~3 年間程度は、個人消費が比較的堅調であり続けやすいものと考えられよう。

図表 36: 高齢者世帯のマクロ消費額(名目)の推移



注: 家計調査より65歳以上世帯の消費額とその世帯構成比を用い、GDP統計の家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)を按分して算出したもの。名目額。

出所: 内閣府、総務省資料より野村證券作成

(6) 雇用動向は人口動態の影響を大きく受けはじめよう

雇用情勢にも回復の動きが広がり始めている

昨年後半には雇用情勢の改善傾向も停滞したが、足元で再び雇用環境は好転し始めた可能性が高い。確かに、1-3月期の失業率は4.2%となり昨年10-12月期と同水準に止まった。しかし、内訳は失業者数の(前期差+1.7万人)の増加よりも就業者数(同+21.7万人)の増加幅が大きく、失業率が低下しなかったのは労働力率の上昇による面が大きいことが分かる。個人消費と同様に、各種マインド統計等では雇用関連指標にも明るい動きが出てきており、今後、マインドの好転が労働市場に良い影響を与える可能性が高まっていると言えよう。

循環的な要因だけでなく、構造的な要因も失業率低下に寄与しよう

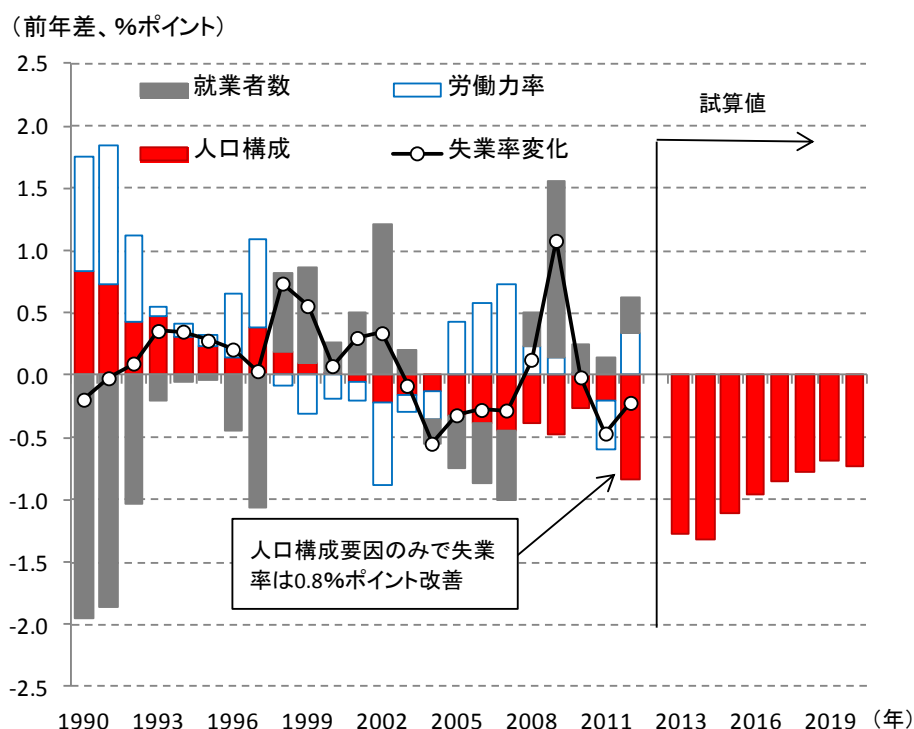
マインドの好転に加えて、失業率が構造的に低下しやすい点にも注意しておきたい。というのも、日本では高齢化が進んでおり、高齢者の引退が恒常的に労働力率を引き下げる要因となっているためである。高齢者が引退した時、企業が生産量を保つためには、(1)引退した高齢者を代替するため、現役世代の労働者を雇う、もしくは、(2)既に雇用している働き手の労働生産性を上昇させることのいずれかが必要になる。しかし、短期的に(2)を実現するのは容易ではなく、より現実的なのは(1)の手段となろう。

この時の雇用環境を確認すると、雇業者数が一定(ないし労働生産性向上分だけ減少する)である一方、失業者数は減少し、労働力率の低下を伴いながら失業率が低下することになる。

高齢化によって失業率は恒常的な低下圧力を受ける見込み

我々の試算では、既に高齢化による失業率への低下圧力は発現している。失業率の変化を就業者数要因、労働力率要因、人口構成要因に分解したのが図表 37 である。人口構成要因は 2000 年前後から失業率を押下げる圧力として作用し始め、2012 年には人口構成要因だけで 0.8%ほど失業率を押下げた計算になる。しかも、国立社会保障人口問題研究所の試算に基づいて先行きを計算すると、2013 年・2014 年に掛けて人口構成要因が失業率を更に大きく押下げることが示唆される。実際には、高齢者や女性の労働力率が上昇することによって、人口構成要因による失業率低下圧力はある程度緩和されるとみられるが、今後とも失業率に押し下げ圧力が働き続ける点は重要なポイントであろう。

図表 37: 失業率の変動要因分解



注: 先行きの試算値は国立社会保障人口問題研究所の中位推計値に基づく。15~64 歳と、65 歳以上人口における労働力率は 2012 年から一定と仮定して計算している。

出所: 総務省、国立社会保障人口問題研究所資料より野村證券作成

フィリップス曲線は人口動態の影響を除いて見る必要がある

こうした失業率の低下を受けて、期待されるのは賃金への好影響だろう。しかし、日本では、失業率と賃金の関係を表したフィリップス曲線が、2000 年以降大きく下方シフトした可能性があるとしてされている。図表 38 によると、確かに 1980 年代・1990 年代におけるフィリップス曲線に比べ、2000 年以降はかなり傾向線の切片が低下している。即ち、失業率の低下に対して名目賃金が増加しにくくなったと言えよう。

ところが、失業率の変化から人口構成要因の寄与を引いた場合、話が変わる (図表 39)。人口要因を控除したフィリップス曲線に基づけば、1980・90 年代から 2000 年代以降にかけての切片の低下は小幅である。すなわち、人口構成要因を「除いた」労働需給の逼迫は、今も賃金上昇圧力と分かる。

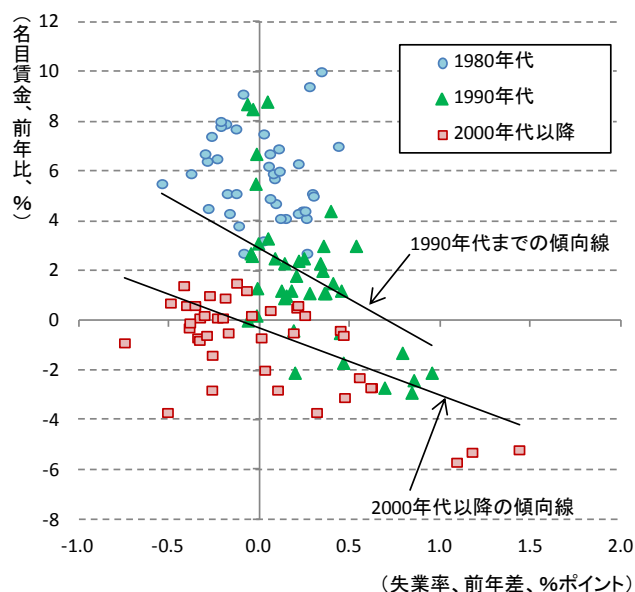
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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けますようお願い申し上げます。

高齢化による労働需給ひっ迫が、直ぐに賃金増に結びつくとは限らない

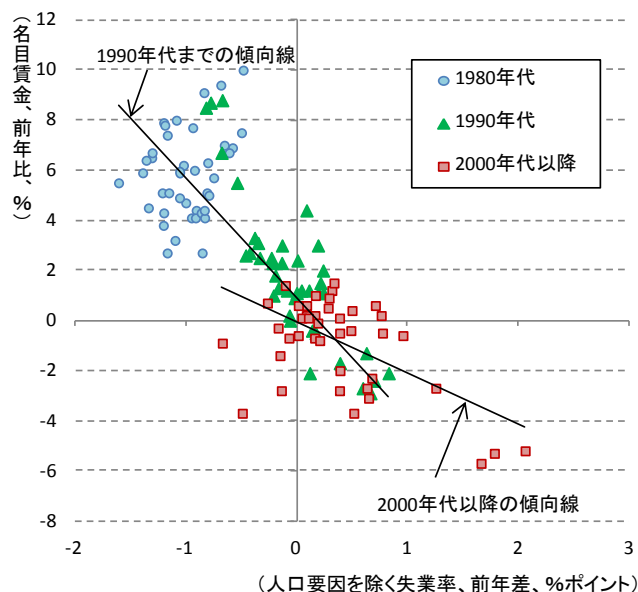
これは、翻って、人口減少・高齢化を理由とした労働需給の逼迫が、容易には賃金の増加に結びつかないということだろう。製造業は海外進出を進める中で賃金を上げる誘因を持たず、非製造業では女性労働力を相対的に賃金の低いパートタイム労働者として雇い入れて、それぞれ労働力不足に対応してきたとみられる。その意味では、女性労働力の需給がひっ迫し始めたときこそ、一人当たり賃金増加の端緒である可能性もあろう。OECD によれば、日本の女性労働力化率は未だ G7 諸国平均よりも低い。賃金プロファイルの異なる労働者属性ごとに、どのような動きが今後みられるかに注意したい。

図表 38: フィリップス曲線



出所: 総務省、厚生労働省資料より野村證券作成

図表 39: フィリップス曲線(人口構成の影響を除く)



注: 人口構成の影響は図表 37 で試算したものを利用した。

出所: 総務省、厚生労働省、国立社会保障人口問題研究所資料より野村證券作成

(7) 輸入物価高騰の CPI への影響は限定的な状況

消費者物価指数は明確な持ち直しには至っていないが、早晚持ち直そう

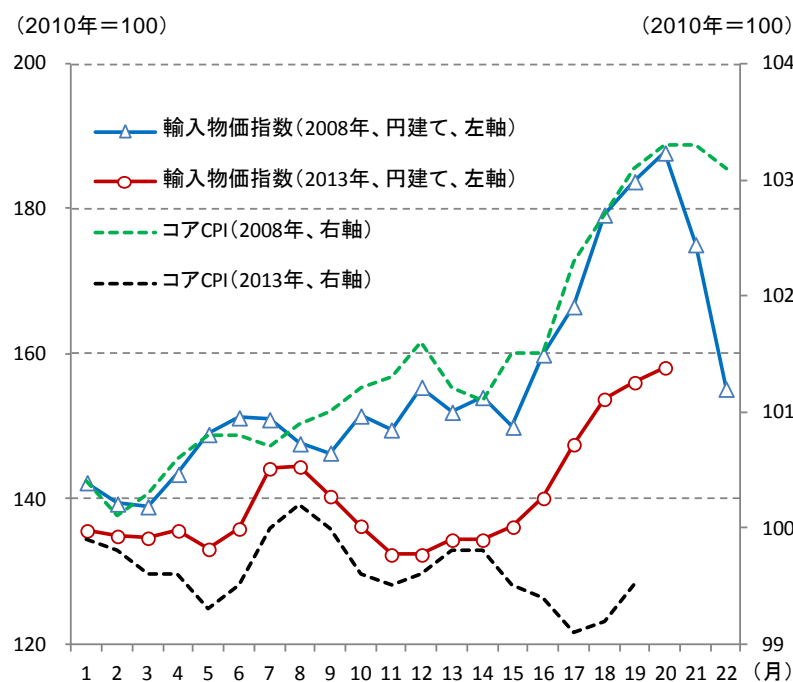
日本経済が幅広く回復に向かう中で、やや出遅れているのが物価動向である。1-3 月期の生鮮食品を除く消費者物価指数(コア CPI)は前年同期比-0.3%となり、昨年 10-12 月期の同-0.1%から下げ幅を拡大した。より物価の基調的な動きを見やすいとされる、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価指数も同-0.8%と、前期の同-0.5%から下げ幅を拡大している。今のところ、CPI に関しては明確な回復が見えていないと言ってよいだろう。尤も、CPI が GDP ギャップに 3 四半期程度遅行することを踏まえれば、昨年後半の景気悪化局面が時差を伴って物価に影響している可能性が高い。昨年末以来の景気回復を踏まえれば、CPI も早晚、改善基調に転じるものとみられる。

2008年は輸入インフレが顕著に消費者物価に反映された

我々は物価を規定する最大の要因が GDP ギャップであると考えているが、輸入インフレの動向についても確認しておきたい。図表 40 は、2008 年と直近における輸入物価指数（円建て）とコア CPI の動向を示している。2008 年には輸入物価が高騰し、瞬間的にコア CPI が前年同月比+2.0%を超えたが、この際は輸入物価指数とコア CPI がほぼ連動したことが分かる。

しかし、足元では輸入物価が 2008 年と大差ないペースで上昇しているにもかかわらず、コア CPI の反応は鈍く、輸入インフレ圧力は過去と比べて穏やかとみられる。

図表 40: 円建て輸入物価指数とコア CPI の推移



注: 2008 年の輸入物価のピークと直近値が同じタイミングになるように各指標を並べた。2008 年の輸入物価指数・コア CPI は何れも 2007 年 1 月から 2008 年 10 月までのデータを使用。直近分については 2011 年 9 月から 2013 年 4 月分までを使用(コア CPI は 2013 年 3 月分まで)。

出所: 総務省、日本銀行資料より野村証券作成

輸入インフレ構造の違いが理由の一つか

このような違いの要因の一つとして、輸入物価高騰をもたらした品目の違いを挙げることができよう。2008 年には、CPI へのパススルー率の高い原油価格が輸入物価高騰を先導した。しかし、足元の輸入物価高騰では円安により幅広く輸入品物価が上昇しており、その中にはパススルー率の低い品目も相当数含まれている。そのため、輸入物価が同程度高騰していても、消費者物価まで到達する割合が小さくなっているものと考えられる。

実際、日本企業は従来から投入コストの上昇をかなり吸収してきた。製造業の投入物価に対する、消費者物価（財）の弾性値を図表 41 に示した。90 年バブル崩壊前の日本企業が投入物価上昇を製品価格に転嫁してきたことが明らか。一方、バブル崩壊後には状況が一変、2003 年 11 月～2008 年 6 月には投入物価 10%の上昇に対して、企業が製品に転嫁してきたのはたった 1%に過ぎない（弾性値は 0.1）。

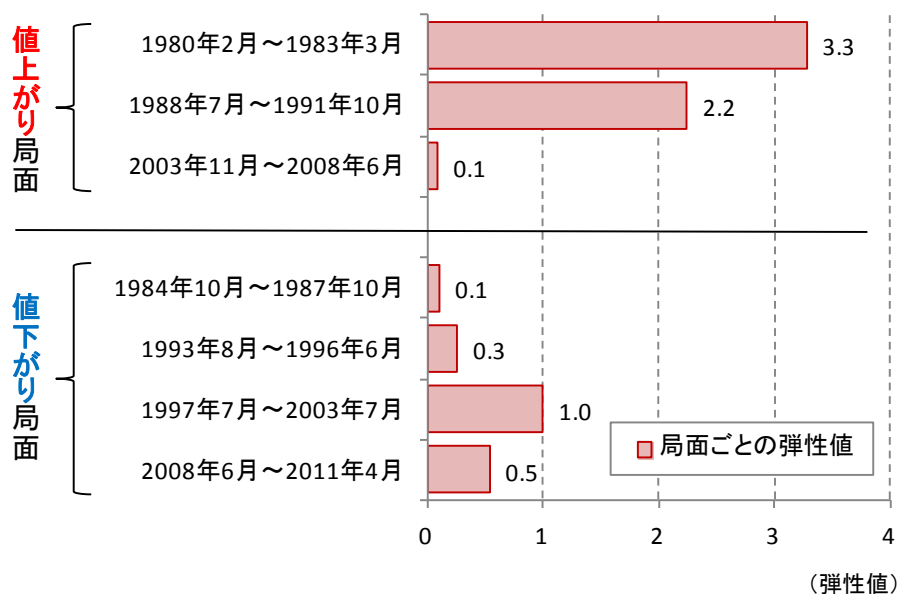
野村証券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

GDPギャップがインフレ目標達成の本丸

上述のように、日本企業の価格決定行動は過去において相当にデフレ的であり、円安による輸入インフレでインフレ目標を達成するのは、企業行動に根本的な変化が見られない限り容易ではなさそうだ。輸入インフレも勿論インフレ目標の達成に資することとなるが、物価上昇の本丸は GDP ギャップの縮小に伴う物価上昇と認識しておく必要がある。

図表 41: 企業の投入物価(製造業)に対する消費者物価指数(財)の局面別の弾性値



注: 投入物価(製造業)と消費者物価(財)の時差相関を取り、最も相関係数が高く算出された月数だけラグを取った上で、両者ともに指数が上昇/下降している期間について弾性値を計算した。

出所: 総務省、日本銀行資料より野村證券作成

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、%)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
全世界	3.0	3.0	3.7	3.2	3.0	3.4	2.99	2.93	3.10
先進国	1.2	0.9	1.7	2.0	1.4	1.8	0.45	0.37	0.40
新興国	5.1	5.3	5.8	4.7	4.7	5.1	5.98	5.81	5.97
米州	2.3	2.2	2.9	3.6	3.6	3.8	2.08	2.20	2.30
米国	2.2	1.8	2.7	2.1	1.5	1.8	0.13	0.13	0.13
カナダ	1.8	1.4	2.3	1.5	1.3	2.0	1.00	1.00	1.50
ラテンアメリカ	2.6	3.2	3.8	8.0	9.6	9.3	7.48	7.87	7.88
アルゼンチン	1.9	4.0	3.5	25.4	32.3	29.7	15.37	17.00	14.00
ブラジル	0.9	3.4	3.0	5.8	5.9	6.0	7.25	8.25	8.25
チリ	5.6	5.0	5.0	1.5	2.5	3.0	5.00	5.00	5.25
コロンビア	4.0	4.2	4.5	2.4	2.5	2.8	4.25	3.00	4.00
メキシコ	3.9	3.0	4.7	4.1	3.6	3.8	4.50	3.75	4.50
ペネズエラ	5.5	-1.0	3.0	20.1	35.5	27.6	14.55	17.00	16.00
アジア・太平洋地域	5.4	5.3	5.9	3.0	3.0	3.8	4.66	4.51	4.66
日本	2.0	1.6	2.5	0.0	-0.1	2.4	0.05	0.05	0.05
豪州	3.6	2.1	2.1	1.8	2.3	2.3	3.00	2.50	3.00
ニュージーランド(NZ)	3.0	2.7	2.8	1.1	1.8	2.8	2.50	2.75	3.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	6.2	6.1	6.6	3.7	3.6	4.2	5.65	5.44	5.54
中国	7.8	7.5	7.5	2.6	3.1	4.0	6.00	6.00	6.00
香港	1.4	2.5	3.5	4.1	4.3	4.3	0.40	0.40	0.40
インド	5.1	5.2	6.6	7.5	5.5	5.5	8.00	6.75	6.75
インドネシア	6.2	6.1	6.2	4.3	5.6	5.1	5.75	6.25	6.75
マレーシア	5.6	4.3	4.6	1.7	2.4	2.5	3.00	3.50	4.00
フィリピン	6.6	6.4	5.8	3.1	3.2	4.0	3.50	3.50	4.50
シンガポール	1.3	1.5	4.2	4.6	2.8	3.6	0.38	0.48	0.50
韓国	2.0	2.7	4.0	2.2	1.5	3.0	2.75	2.50	2.75
台湾	1.3	2.7	3.5	1.9	2.3	2.3	1.88	1.88	2.13
タイ	6.4	4.5	5.0	3.0	2.6	2.7	2.75	2.75	3.25
欧州先進国	-0.4	-0.7	0.2	2.6	1.7	1.5	0.71	0.50	0.50
ユーロ圏	-0.6	-0.9	0.0	2.5	1.5	1.3	0.75	0.50	0.50
オーストリア	0.8	0.1	0.8	2.6	2.1	1.8	0.75	0.50	0.50
フランス	0.0	-0.4	0.5	2.2	1.1	1.5	0.75	0.50	0.50
ドイツ	0.9	0.3	0.8	2.1	1.8	1.6	0.75	0.50	0.50
ギリシャ	-6.5	-4.8	-1.5	1.0	-0.4	-0.5	0.75	0.50	0.50
アイルランド	0.9	0.7	1.3	1.9	0.5	0.5	0.75	0.50	0.50
イタリア	-2.4	-2.4	-1.3	3.3	1.4	1.1	0.75	0.50	0.50
オランダ	-1.0	-1.0	0.2	2.8	2.7	2.1	0.75	0.50	0.50
ポルトガル	-3.2	-2.8	0.0	2.8	0.3	0.4	0.75	0.50	0.50
スペイン	-1.4	-2.4	-1.5	2.4	1.4	0.8	0.75	0.50	0.50
英国	0.3	0.7	0.9	2.8	2.9	2.5	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	1.5	2.3	3.4	5.5	3.9	4.4	4.41	3.75	4.57
チェコ	-1.7	-0.5	1.4	3.3	1.6	1.8	0.05	0.05	1.00
ハンガリー	-2.7	-0.3	0.9	5.7	2.4	5.2	5.75	4.00	4.00
イスラエル	3.1	3.4	3.8	1.7	2.2	2.4	1.75	1.75	2.50
ポーランド	2.0	0.9	2.3	3.7	1.0	2.8	4.25	2.50	4.50
ルーマニア	0.3	0.6	1.5	3.3	3.4	3.2	5.25	5.25	6.00
南アフリカ	2.5	2.6	3.3	5.7	5.5	5.6	5.00	5.00	6.00
トルコ	2.3	4.5	5.5	8.9	6.7	6.3	5.50	5.00	5.00

注: 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国 GDP の割合を基に算出(PPP ベースの世界 GDP の 84%を占める)。実質 GDP、消費者物価指数は年間平均値。上記の国・地域のうち、先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。それ以外の国・地域を新興国とする。その他新興国(EEMEA)は欧州新興国・中東・アフリカ。2. 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、2012年の実績 112ドル/バレルに対して、2013年 103ドル/バレル、2014年 98ドル/バレル。3. インドの物価は卸売物価指数。ラテンアメリカの消費者物価は各年 10-12 月期の前年同期比。4. 2012~2014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。2012~2014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。アルゼンチン、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 100 万ペソ超のペソ建て預金金利(BADLAR)、3 カ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、3 カ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。5.2012年の太字は実績。6. 2013年5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あり、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。

経済見通しのポイント

米国

- 2013年4-6月期ならびに7-9月期は、政府支出の新たな削減への調整が進むなか、実質GDP成長率の減速が予想される。
- 企業設備投資は、不透明感が後退したことを受けて、4-6月期以降伸びが緩やかに加速しよう。
- 高水準の失業率や低い設備稼働率が示すように、経済にはかなりの余剰生産能力があり、引き続きインフレを抑制しよう。
- 連邦公開市場委員会(FOMC)は13年末まで現行ペースでの長期資産購入を継続し、その後購入額を徐々に減らすと予想される。
- 住宅市場の回復が、投資、雇用創出、総需要を支えよう。
- 世界経済の成長減速、米国財政が緊縮的となることが成長見通しの主なリスク要因である。

欧州

- 財政引締めや金融機関のディレバレッジ(債務削減)、国債市場の緊張が続き、ユーロ圏は予想以上に厳しい景気後退に陥ろう。
- 欧州中央銀行(ECB)の国債買入れプログラム、「アウトライト・マネタリー・トランザクション(OMT)」を受けて、スペインが直ちに強化条件付きクレジットライン(ECCL)を申請する可能性は低下したが、野村ではいずれ同国がECCLを申請するとの基本的見方を維持する。
- 当面は相対的に穏やかな状態が続くものの、市場が支援の枠組みの強度を試し、重債務国に対する圧力が再び高まる公算が大きい。
- マイナスの経済成長、不良債権の増加、政府債務の拡大見通しは、引き続き大きな障害となろう。
- ECBは、5月2日の政策理事会で主要リファイナンス金利を0.25%ポイント引き下げたものの、将来について、中銀預金金利の引き下げを含めすべての選択肢を残した。
- 英国の消費者物価(CPI)インフレ率は、政策目標(前年比+2.0%)を上回るも同+3.0%を割り込む水準に減速した。とはいえ、13年も下げ渋りが続くとみられる一方、ユーロ圏では政策目標(同+2.0%に近いがそれを下回る水準)を下回ろう。
- イングランド銀行(中央銀行)は12年に積極的な量的緩和と流動性供給、貸出支援を行った。13年も追加緩和に含みを持たせた姿勢は維持されよう。

日本

- 緊急経済対策を含む拡張財政政策の効果が本格的に生じ、内需は2013年半ば以降、力強さを増すと予想する。
- 円安による輸出競争力の改善が浸透するにしたがって、輸出は年央以降、回復力を増すと見込まれる。
- 日本銀行による大型緩和策は期待改善の経路を通じて景気押し上げ効果を発揮しよう。
- リスク要因は、急激な円高、欧州債務問題の悪化、米中景気の減速。

アジア(日本を除く)

- 景気の勢いがかかり弱めであるにもかかわらず、アジアでは金融リスクが過熱しつつあり、政策当局にとって対処すべき課題が積みあがっている。
- 中国:金融リスクと不動産価格抑制のため、政策引締めが続くことから、13年を通じて成長減速が見込まれる。
- 韓国:5月政策会合での利下げ後、野村では、韓国銀行が13年を通じて政策金利を2.50%に据え置くと予想しているが、利下げを求める政治的な要請は続こう。
- インド:需要低迷のなか、卸売物価(WPI)上昇率の減速を受けて、追加利下げの素地が整うだろう。
- 豪州:資源投資がピークを迎え、財政健全化の継続が見込まれるなか、5月利下げ後、13年中に0.25%ポイントの追加利下げが行われよう。
- インドネシア:政策環境を巡る不透明感が増大し、改革の遅延と経常収支赤字の長期化につながる可能性があるだろう。

欧州新興国・中東・アフリカ・ラテンアメリカ

- 南アフリカ:政治のこう着が続いており、引き続き成長を抑制すると予想される。
- ハンガリー:中央銀行は独立性を失ったとみられ、通貨下落と非伝統的な政策が続こう。
- ポーランド:向こう数カ月で0.50%ポイントの追加利下げが見込まれるが、13年末/14年初にかけて力強い景気回復が予想される。
- トルコ:経済の不均衡是正が続いており、さらなる信用格付けの投資適格級への引き上げにつながるが見込まれる。
- ブラジル:繰り返し景気刺激策が打ち出されているにもかかわらず、供給側の制約が成長率をトレンド近辺に押しとどめよう。
- メキシコ:12年12月に発足したペニャニエト新政権は、13年に一連の重要な改革に着手するとみられる。
- アルゼンチン:13年の経済成長は緩やかな回復が見込まれるが、インフレ率の高止まりと実質ベースでの通貨ペソ高の行き過ぎが引き続き問題となろう。

量的緩和は長期化へ

最近の経済指標やインフレの減速を受けて、連邦公開市場委員会(FOMC)は資産購入プログラムを 2014 年半ば頃まで延長する公算が大きい。

景気動向

経済指標は明らかに弱含みに転じており、これは米国経済が政府支出削減の影響を吸収し続けるため、2013 年 4-6 月期と 7-9 月期の成長が抑制される可能性が高いとの野村予想と合致する。13 年 4-6 月期の実質 GDP に関する野村のモデル推計上の試算値は年率+1.4%を示しており、1-3 月期の同+2.5%からの減速を意味する。

このところ株価ならびに住宅価格が上昇する一方で、この数四半期にわたり全体の家計債務はほぼ横ばいに維持されており、米家計の純資産価値は危機前のピークの水準をほぼ回復している。家計のバランスシート調整は十分に進んでいるが、まだ完了してはいない。家計は、最近の増税を受け、支出の優先順位を調整し、改善したバランスシートを維持することが求められよう。

財政政策ならびに経済見通しを巡る不透明感後退を受け、設備投資及び将来の設備投資計画は上向いている。設備投資は向こう数四半期にわたり順調な伸びを示すと予想される。住宅市場も回復の勢いが強まり続け、13 年の住宅着工件数は前年比+30%と前年に続く大幅増加が見込まれる。

物価動向

野村では、消費者物価(CPI)上昇率が予測期間(14 年末まで)を通じて前年比+2%を下回る基調が続くとみている。この予想は、3 年間にわたり潜在成長率を下回る成長が続き、GDP ギャップ((実際の GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP)が大幅なマイナスとなっている影響と、世界景気の勢いがさほど強くないなか、商品価格動向の影響が限定的である点を反映している。

金融・財政政策

野村では、FOMC が現行ペースでの長期資産買入れプログラムを 13 年末まで継続し、その後景気回復の勢いが強まり、見通しの改善が確実となれば、買入れを徐々に減らし、14 年半ば頃に終了すると予想している。3 月 1 日に始まった歳出削減は、とりわけ 13 年 4-6 月期、7-9 月期の成長を押し下げよう。

リスク要因

財政政策の誤りと世界的な成長減速が我々の見通しに対する主な下振れリスクである。

米国経済見通し要約表

	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)										(前年比%)		
実質GDP	3.1	0.4	2.5	1.4	2.0	2.4	2.8	3.0	3.1	3.5	2.2	1.8	2.7
個人消費	1.6	1.8	3.2	1.3	2.2	2.7	2.8	2.8	3.0	3.0	1.9	2.1	2.7
非住宅固定資本形成	-1.8	13.1	2.1	3.8	5.4	5.8	4.5	6.9	5.5	5.9	8.0	4.6	5.5
住宅投資	13.6	17.5	12.6	13.8	9.8	5.8	7.1	8.5	8.1	8.4	12.1	12.8	8.1
政府支出	3.9	-7.0	-4.1	-2.6	-1.9	-0.7	-0.5	-0.1	0.0	0.8	-1.7	-2.7	-0.6
輸出(財・サービス)	1.9	-2.8	2.9	3.2	2.3	2.0	3.9	4.0	4.4	4.5	3.4	1.7	3.4
輸入(財・サービス)	-0.6	-4.2	5.4	1.5	2.0	2.5	2.5	2.8	3.0	2.3	2.4	1.3	2.5
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)										(前年比%ポイント)		
国内最終需要	2.4	1.9	1.5	1.4	2.0	2.4	2.7	3.0	3.0	3.4	2.1	1.8	2.7
在庫投資	0.4	0.3	-0.5	0.2	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.7	-1.5	1.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0
失業率(%)	8.0	7.8	7.7	7.6	7.5	7.3	7.1	7.0	6.8	6.7	8.1	7.5	6.9
非農業部門雇用者数(1,000人)	152	209	206	135	160	195	205	215	215	230	183	174	216
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000戸)	774	904	969	1,015	1,030	1,055	1,100	1,140	1,170	1,220	782	1,017	1,158
消費者物価(前年比%)	1.7	1.9	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6	2.0	1.8	1.6	2.1	1.5	1.8
コア消費者物価(前年比%)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9	2.1	1.8	1.8
連邦財政収支(対GDP比%)											-7.0	-5.0	-4.0
経常収支(対GDP比%)											-3.0	-2.7	-2.4
連邦準備制度理事会(FRB)	2.57	2.66	2.94	3.19	3.45	3.70	3.84	3.97	3.97	3.97	2.66	3.70	3.97
証券ポートフォリオ保有高(兆ドル)													
政策金利(フェデラルファンド(FF) 金利誘導目標水準、%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
3ヶ月物ドルLIBOR金利(%)	0.36	0.31	0.28	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.50	0.31	0.35	0.50
2年物物財務省証券利回り(%)	0.23	0.26	0.25	0.25	0.30	0.30	0.40	0.50	0.55	0.60	0.26	0.30	0.60
5年物物財務省証券利回り(%)	0.62	0.75	0.77	0.80	0.90	0.95	0.95	1.05	1.10	1.15	0.75	0.95	1.15
10年物物財務省証券利回り(%)	1.65	1.77	1.87	1.85	2.00	2.10	2.20	2.30	2.35	2.40	1.77	2.10	2.40
30年物住宅ローン金利(%)	3.40	3.35	3.40	3.40	3.50	3.60	3.70	3.80	3.85	3.90	3.35	3.60	3.90

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。3. 住宅着工は期間平均。4. 財政収支は年度(前年10月～9月)。5. 金利は期末値。10年物物財務省証券利回りの予想レンジは13年4-6月期が1.50～1.90%、13年7-9月期が1.65～2.05%。
6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2013年5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

ECBは利下げ実施、更なる「行動の用意」を示唆

欧州中央銀行(ECB)は5月の政策理事会で政策金利の主要リファイナンス金利を0.25%ポイント引き下げ、マイナスの預金金利や新たな資産買入れの可能性を含め(責務の範囲内で)あらゆる選択肢を残した。

景気動向

野村では引き続き、2013年1-3月期の実質GDP成長率予想を前期比-0.1%と予想している。一方、直近の景況感調査では、3月の鉱工業生産の堅調や4月の新車販売台数の回復とは裏腹に、4-6月期初めの基調的な景気の勢いが依然として弱いままであることが示唆された。各国政府が財政目標を見直す可能性が出てきたことから野村の見通しを取り巻く不確実要因が増大しているが、そうした見直しが現実となれば、14年の実質GDP成長率に関する野村予想(現在は前年比+0.0%)の上振れにつながる。当面、緊縮財政、債務削減ならびに実体経済の資金調達環境ひっ迫を背景に、ユーロ圏全体では予想以上に深刻な景気後退に陥るとの基本予想を維持する。

物価動向

エネルギー価格の下落を考慮し、13年の欧州連合(EU)標準消費者物価(HICP)上昇率の予想を前年比+1.6%から同+1.5%に小幅下方修正する一方、14年については同+1.3%に据え置く。内需低迷に伴う物価上昇圧力の弱さが引き続きコアインフレを抑制するとみられ、これが引き続き野村の物価予想に対する最大の下振れリスクとなっている。

金融政策

ECBは、5月2日の政策理事会で(予想通り)政策金利の主要リファイナンス金利を過去最低となる0.50%に引き下げたが、ドラギ総裁は、将来の政策措置に関して、あらゆる選択肢を残した。理事会後の記者会見は、(1)マイナスの中銀預金金利に対するより前向きな姿勢、(2)0.50%ポイントの利下げを求める意見があったことを示唆、(3)現行の固定金利、全額供給方式での資金供給オペを2014年7月初めまで延長、(4)将来を見据えた金融政策の指針を示すことの重要性を強調、といった点からハト派(景気重視)的な内容であったと言える。

なお、マイナスの預金金利に関する言及を深読みしすぎることには慎重になりたい。現時点では、ECBの近い将来の政策措置というよりも、利用可能な手段の1つであることを想起させたと解釈するのが無難であろう。野村では現在、次回6月の政策理事会で追加利下げが実施される可能性が3分の1あるとみている(その場合、上限金利の限界貸出金利のみを引き下げ、下限金利である預金金利を0%に据え置き、両者の差(コリドー)がさらに縮小する公算が大きい)。ECBのスタンス及び野村のユーロ圏経済に関する基本シナリオ(14年を中心にECBの見通しよりも悲観的)は追加利下げと整合的である(マイナスの預金金利導入を伴う可能性もあろう)。ただし、野村の基本シナリオを取り巻く不確実要因は、野村の金利見通しにも影響を及ぼしうる。ECBは、企業向け融資を担保とする資産担保証券(ABS)市場の機能を促進するイニシアチブに関する協議を開始することも発表した。ドラギ総裁は、そうした資産の買入れについて検討していることを確認したが、議論はまだ初期段階であるとした。

リスク要因

一部加盟国における構造改革や財政緊縮策への機運低下が下振れリスクに挙げられる。さらに、金融システム全体が抱え続けているリスクを政策当局が過小評価し、危機解決のために打ち出した政策が不安定化をもたらす可能性がある。低金利政策の効果が实体经济に波及していないことも、依然として主な課題である。一方、上振れ要因としては、加盟国が財政目標を見直し、プライマリー(公債利払いを除く基礎的)財政収支の構造的な改善に必要な対応を(景気回復時の税収増等)財政の自動的安定化要因に委ねることが引き続き最も大きなリスクとして挙げられる。

ユーロ圏経済見通し要約表

	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	-0.3	-2.4	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.6	-0.8	0.0
個人消費	-0.7	-1.8	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.3	-1.3	-1.3	-1.5	-1.4
固定資本形成	-3.2	-4.7	-5.6	-4.5	-3.9	-3.6	-3.0	-2.8	-3.9	-4.6	-3.2
政府消費	-0.4	0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5
輸出(財・サービス)	3.9	-3.2	0.6	1.6	2.6	2.6	3.1	2.7	2.8	1.2	2.7
輸入(財・サービス)	0.2	-3.4	-2.8	-2.1	-0.8	-0.4	0.6	0.7	-0.9	-1.7	0.2
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	-1.0	-1.8	-2.2	-1.8	-1.7	-1.6	-1.3	-1.3	-1.6	-1.7	-1.4
在庫投資	-1.1	-0.5	0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.2	0.3	-0.7	-0.4	0.2
純輸出	1.8	-0.1	1.6	1.7	1.6	1.5	1.3	1.0	1.7	1.3	1.3
失業率(%)	11.5	11.8	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4	12.4	11.4	12.2	12.4
雇用者報酬 (一人当たり、前年比%)	1.8	1.4	1.0	0.7	0.4	0.3	0.3	0.5	1.8	0.6	0.6
労働生産性(前年比%)	-0.2	-0.2	-0.5	-0.4	-0.3	0.1	0.3	0.4	0.1	-0.3	0.5
単位労働コスト(前年比%)	2.0	1.6	1.5	1.1	0.7	0.2	0.0	0.1	1.7	0.9	0.1
財政収支(対GDP比%)									-3.5	-3.2	-3.2
経常収支(対GDP比%)									1.2	0.4	0.8
消費者物価(HICP、前年比%)	2.5	2.3	1.8	1.5	1.4	1.3	1.3	1.5	2.5	1.5	1.3
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	0.50
3ヶ月物EURIBOR金利(%)	0.22	0.19	0.21	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20	0.19	0.20	0.20
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.41	1.30	1.28	1.15	1.05	1.10	1.05	1.10	1.30	1.10	1.25
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.29	1.31	1.30	1.30	1.25	1.20	1.19	1.18	1.31	1.20	1.15

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. 2013年5月13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

景気は停滞

ユーロ圏債務危機を巡る緊張再燃が引き続き英国に対する重要な懸念要因である。イングランド銀行(BOE:中央銀行)は、インフレ下げ渋りが続くと見込まれるにもかかわらず、一貫して積極的な緩和策を打ち出している。

景気動向

2011年に基調的な成長が失速し、経済活動はその後ほぼ同水準で推移している。循環的な回復の勢いが再び強まる兆しがみられたが、過去2度の小規模かつ短期的な回復局面と同様、勢いを失ったようにみえる。国内における足元のディレバレッジ(債務削減)ならびにユーロ圏内における不均衡問題が引き続き成長を制約している。ポンド安によっていずれは純輸出が回復し、北海の油田・ガス田投資の成果が表れ、成長に寄与するとの見方はいずれも適切ではないだろう。さらに、景気刺激策は必要な経済の構造調整を先送りしているに過ぎず、問題が雇用から生産性の持続的低迷に転じつつある。

物価動向

付加価値税(VAT)増税やエネルギー価格上昇など、一連の「一時的」要因がインフレ率を押し上げてきたが、基調的なインフレ率も依然高止まりしているようだ。さらに、今後の授業料値上げなど「一度限り」のインフレ要因も見込まれる。野村ではかねてより、消費者物価(CPI)上昇率が持続的に政策目標値(前年比+2.0%)を下回るとはないと予想している。生産性の低迷はコストを押し上げており、グローバルにみても、もはやディスインフレ(インフレ率の持続的低下)環境にはない。

財政・金融政策

世界景気の減速や内需低迷の兆しに対して、BOEは積極的な対応を行っている。BOEは12年11月7~8日の金融政策委員会(MPC)で、景気回復の持続性を見極めたいとして、12年7月に500億ポンド拡大した資産買入れプログラムの再延長を見送り、買入れ枠を総額3,750億ポンドで維持した。その後13年5月まで政策の据え置きを続けている。量的緩和(QE)の効果を疑問視する見方も出ているが、資産買入れ枠の追加拡大の障害とはならないだろう。他方、野村では引き続き、利下げには弊害があるとみており、銀行融資を促進するその他のプログラムも真の問題解決にはつなげていない。

なお足元では財政健全化が不可避な情勢であるが、その短期的影響が長引く需要低迷の一因となっている。政府は、適切な期間内に構造的経常財政収支を均衡させる目標を掲げているが、政府の歳出計画は楽観的な潜在成長率と歳入の見通しに基づき策定されており、財政目標達成のためには追加緊縮措置を打ち出す必要があるだろう。ムーディーズ・インベスターズ・サービスは2月22日、英国債の格付けを「※Aaa」から「※Aa1」に1段階引き下げ、英国は「AAA」格を失った。財政赤字目標の逸脱に対して適切な政策が実施されていないため、政府が掲げる対GDP比での債務比率引き下げという二次的課題は達成できず、他の格付け会社も格下げに動くことが予想される。

(注)※は無登録の格付け業者が付与した格付け。

リスク要因

野村の成長予想については下振れリスクが大きい。従って、我々のインフレ予想には上振れリスクがあるが、MPCは野村の予想を上回る緩和政策を打ち出す可能性があるだろう。

英国経済見通し要約表

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	-0.1	-0.4	0.9	-0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	0.9
民間消費	0.3	0.7	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	1.2	1.3	1.1
政府消費	2.9	-1.7	0.3	0.6	0.0	-0.2	-0.4	-0.4	2.2	-0.3	-1.5
固定資本形成	0.5	1.7	-0.4	-0.2	0.3	1.0	0.8	1.0	1.5	1.7	3.9
輸出(財・サービス)	-1.5	-1.1	1.8	-1.6	-1.0	1.6	1.6	1.7	-0.2	0.8	5.1
輸入(財・サービス)	0.6	1.3	0.3	-1.0	-1.2	1.9	1.7	1.4	2.7	1.1	4.5
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	0.9	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	1.5	1.0	0.9
在庫投資	-0.7	-0.8	0.4	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.9	-0.1	0.1
純輸出	-0.4	0.1	0.4	-0.4	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.2	-0.1
失業率(%)	8.2	8.0	7.8	7.8	8.0	7.9	7.7	7.5	8.0	7.8	7.1
消費者物価(前年比%)	3.5	2.8	2.4	2.7	2.8	3.1	3.0	2.7	2.8	2.9	2.5
小売物価(前年比%)	3.8	3.1	2.9	3.1	3.2	3.5	3.3	3.0	3.2	3.3	2.9
資産買い入れ枠(10億ポンド)	325	325	375	375	375	375	375	375	375	375	375
政策金利 (オフィシャル・バンクレート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
3ヶ月物LIBOR金利(%)	1.03	0.90	0.60	0.52	0.51	0.51	0.51	0.51	0.52	0.51	0.60
10年物国債利回り(%)	2.20	1.73	1.73	1.83	1.77	2.05	2.20	2.20	1.83	2.20	3.35
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.83	0.81	0.80	0.81	0.84	0.85	0.85	0.85	0.81	0.85	0.85
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.60	1.57	1.62	1.62	1.52	1.53	1.47	1.41	1.62	1.41	1.35

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. 財政収支は財政年度(4月～翌年3月)の非金融公的部門純借入額に基づく。5. 太字は実績値、その他は野村予測。6. 2013年5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

4月の経済指標は一部小幅回復だが、持続しないだろう

成長回復は2013年4月の営業日数が12年4月よりも多い影響で、経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善によるものではないと考えられる。

景気動向

2013年1-3月期のマクロ経済統計は、軟調な内容であった。13年1-3月期の実質GDP成長率は12年10-12月期の前年同期比+7.9%から同+7.7%に減速し、予想を大きく下回った。13年3月の鉱工業生産は、12年12月の前年同月比+10.3%、13年1~2月の前年同期比+9.9%から前年同月比+8.9%に減速した。13年1~3月の固定資産投資の伸びは、1~2月の前年同期比+21.2%から同+20.9%に減速した。また13年1-3月期の小売上の伸びも12年10-12月期の前年同期比+14.9%から同+12.4%へ大幅に減速した。政府が汚職撲滅への取り組みを強化したことも一因だろう。

4月の経済指標も、13年1~4月の固定資産投資の伸びが1~3月の前年同期比+20.9%から同+20.6%に小幅減速し、4月の小売上は前年同月比+12.8%と3月の同+12.6%小幅加速にとどまった。また、鉱工業生産の伸びは、恐らく営業日数が12年4月より2日多いことを反映し、3月の同+8.9%から同+9.3%に加速したものの予想を下回った。ただし、営業日数調整後では、引き続き低迷したとみられる。一方、営業日数の影響を受けない4月の製造業購買担当者指数(PMI、政府版)は、4月のPMIには上昇傾向があるという季節要因にもかかわらず、3月の50.9から50.6に低下した。5月のPMIは景気拡大・縮小の分かれ目である50の水準を下回ることが予想される。

物価動向

13年4月の消費者物価(CPI)上昇率は、食料品価格の上昇が主因で、3月の前年同月比+2.1%から同+2.4%に加速した。野村では引き続き、CPI上昇率が年内は、かなり緩やかなペースではあるが、加速基調を辿ると予想している。また、13年のCPI上昇率の野村予想を前年比+3.1%に下方修正し、もはや中国人民銀行(PBC：中央銀行)による年内の利上げは予想していない。

金融政策

政策当局が示した最近の手掛かりから、金融リスクへの強い懸念がうかがえる。例えば、4月17日に国务院常务会议が公表したプレスリリースは、中国政府が地方政府債務の増加及び急速な信用拡大という2つの部分に対して措置を講じる意向が明らかになった。野村では、13年4-6月期には信用政策が引き締められ、社会融資総量が減少すると考えている。

リスク要因

野村予想には主に2つのリスクがあるとみている。最大のリスクは政策に関する不透明感である。野村の予想よりも長期にわたり緩和的な政策スタンスの維持を求める政治的圧力が生じる可能性がある。もう一つは、欧米の経済見通しが不透明ななか、対外需要を巡るリスクが挙げられる。

中国経済見通し要約表

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	2012年	2013年	2014年
実質GDP(前年比%)	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5	7.4	7.2	7.8	7.5	7.5
消費者物価(前年比%)	3.8	2.9	1.9	2.1	2.4	2.7	3.1	4.0	2.6	3.1	4.0
コア消費者物価(前年比%)	1.5	1.3	1.5	1.5	1.7	1.8	2.2	2.1	1.5	2.0	2.0
小売売上高(名目、前年比%)	14.9	13.9	13.5	14.9	12.4	12.8	13.4	14.3	14.2	13.2	16.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	20.9	20.4	20.5	20.6	20.9	21.0	21.1	21.6	20.6	21.6	20.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	11.6	9.5	9.1	10.0	9.5	9.5	9.3	9.3	10.1	9.4	9.7
輸出(米ドル建て、前年比%)	7.6	10.4	4.4	9.5	18.4	4.0	6.0	6.0	7.9	8.1	6.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	6.9	6.4	1.4	2.8	8.3	8.0	9.0	9.0	4.4	8.6	10.0
貿易収支(10億米ドル)	0.2	68.4	79.2	83.4	43.5	52.9	70.1	74.3	231.2	240.8	199.8
経常収支(対GDP比%)									2.3	1.8	0.9
財政収支(対GDP比%)									-1.6	-1.5	-1.6
人民元建貸出の純増額(兆元)									8.2	9.0	9.0
1年物貸出基準金利(%)	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
1年物預金基準金利(%)	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
預金準備率(%)	20.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	19.0
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.31	6.32	6.34	6.29	6.27	6.19	6.18	6.18	6.29	6.18	6.18

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月～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. 2013年5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

無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付（以下「無登録格付」といいます）である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、<1>誠実義務、<2>利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、<3>格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、<4>格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付業者について

スタンダード&プアーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&Pは、提供された情報について、監査、デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

この情報は、平成23年8月1日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

ムーディーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は、平成22年9月24日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

フィッチ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称: フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」といいます。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

・信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングスのホームページ(<http://www.fitchratings.co.jp>)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

・信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、平成22年9月24日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は、2,730円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(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、上有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会