

JAPAN  
IN THE  
WORLD

# 世界の中の日本

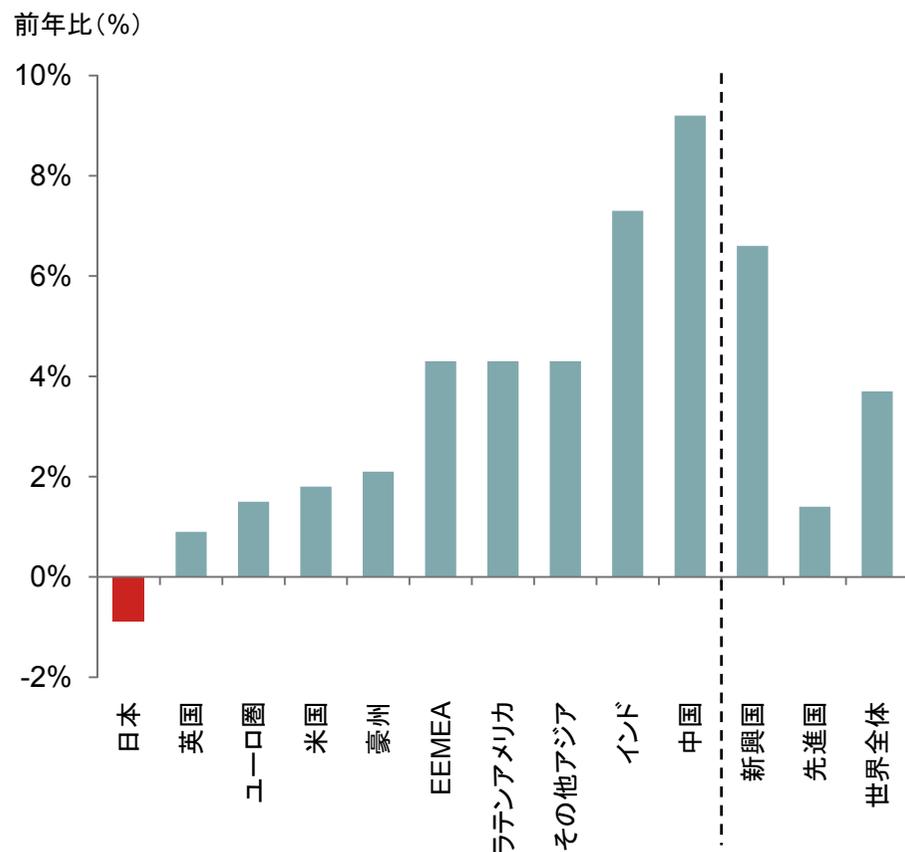
ユーロ破綻で減速する世界、震災復興で健闘する日本

January, 2012

NOMURA

# 先進国が遅れをとりながらも回復を続けた2011年の世界経済

2011年の実質GDP成長率(推定): 主要国・地域と世界全体



大恐慌以来で最悪となる世界的な金融危機および景気後退を経て、2009年半ばから世界経済の回復が始まった。11年も回復は持続したが、そのペースは減速した。野村では11年の世界の実質GDP成長率が10年の前年比+4.9%に続き、同+4.3%になると予想していたが、実際には同+3.7%前後にとどまったと見込まれる(すべての数値は購買力平価による加重平均)。いくつかの予想外の要因が世界景気の重しとなった(次のスライド参照)。

11年も世界の成長の二極化傾向は変わらず、新興国が旺盛な成長(同+6.6%)を実現する一方、先進国は低迷したようだ(同+1.4%)。こうした傾向は広く今後も継続するとみられるが、2つの要因を反映している。1つは、新興国の潜在成長率が(ほぼ当然ながら)経済が成熟した先進国を上回るためだが、もう1つはとりわけ欧米を中心とする先進国が引き続き金融危機後のバランスシート調整に伴う逆風に直面していることにある。

新興国の中では、アジアとりわけ中国、インドが高成長を享受し続けている。この2ヶ国を合わせると、11年の世界の実質成長率の半分を占める。

注: 1. EEMEA: 欧州新興国・中東・アフリカ。2. 世界のGDP(購買力平価ベース)に占める各国の割合に基づいて加重平均した。3. 2011年10-12月期の野村予想に基づいて年間値を算出した。4. 2011年12月9日現在。  
出所: 野村グループ

# 2011年の世界経済は3重のショックに見舞われた

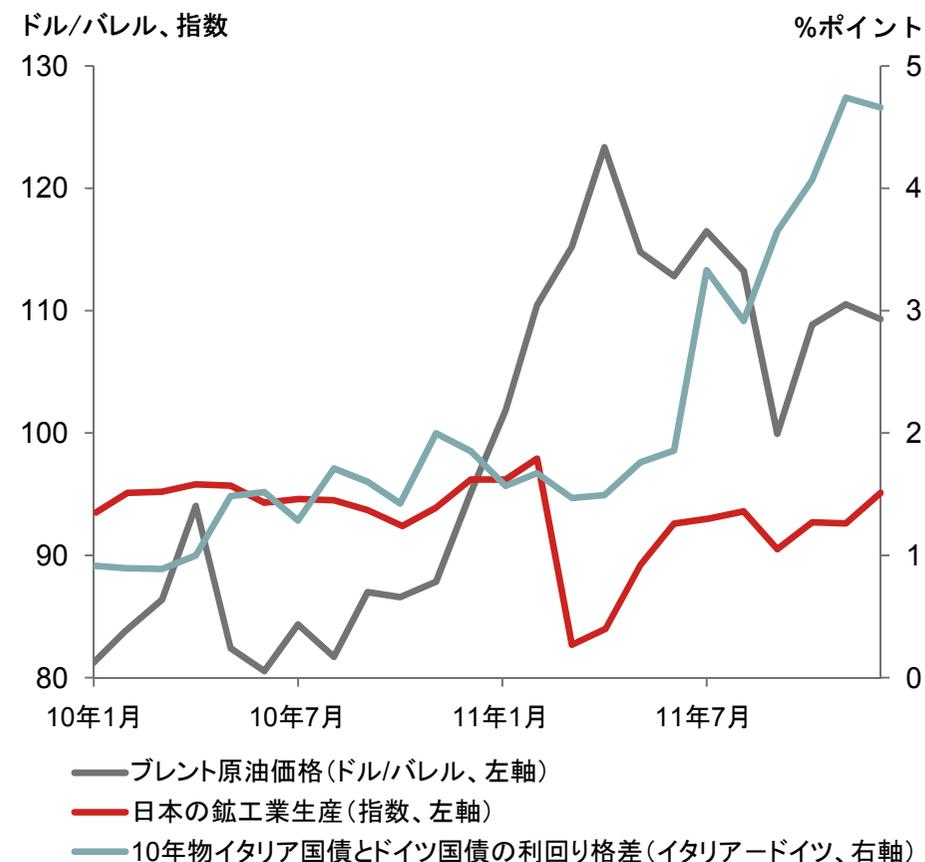
3重のショックが2011年の世界経済を直撃し、世界の成長は野村予想を下回った。

年初は、中近東・北アフリカ地域の革命と反政府運動で幕を開け、チュニジア、エジプト、リビアで独裁体制が崩壊した。これに伴う石油生産の中断とリスクプレミアム上昇を受け、原油価格は年の大半を通じて高止まりした。11年のブレント原油価格の野村予想はバレル当たり平均89ドルだったが、実際には110ドル前後となる見込みだ(2011年12月5日現在)。原油高は、エネルギー消費率の高い米国の家計にとりわけ打撃を与えたようだ。

11年3月11日に日本を襲い多数の犠牲者を出した東日本大震災の地震と津波は、日本の経済成長率に大きく影響し、既に低迷していた経済をマイナス成長に陥らせた。野村では、11年の日本の実質GDP成長率が前年比+1.1%になると予想していたが、実際には同-0.9%前後のマイナス成長となったようだ。また、被災地に生産拠点を持つ自動車産業などの部品供給網の中断が、米国やアジアを中心に世界経済に悪影響を及ぼした。

最後に、野村の予想に反して、ユーロ圏政府債務危機が深刻化、イタリアまで問題が拡大し、既に低迷しているユーロ圏の成長のさらなる足かせとなった。

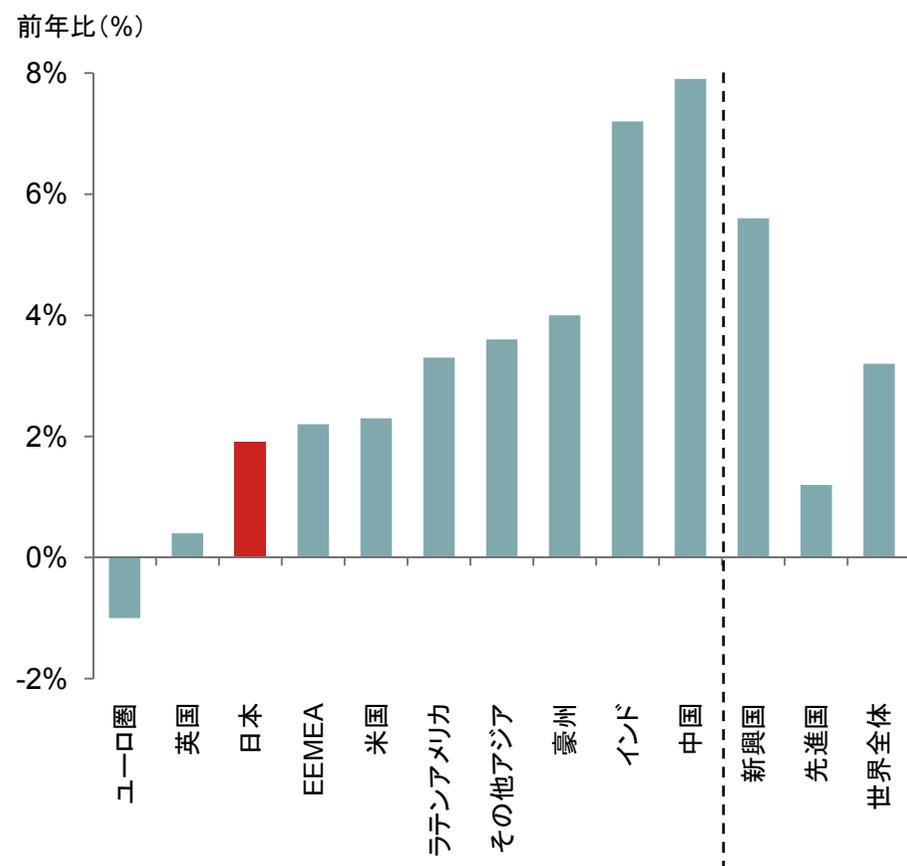
原油価格、日本の鉱工業生産、10年物イタリア国債とドイツ国債の利回り格差



注: 日本の直近2ヶ月(11月、12月)は、製造工業生産予測調査に基づく試算値。  
出所:ブルームバーグより野村グループ作成

# 世界景気は二極化した回復が続くが、ユーロ圏は不況入りへ

2012年の実質GDP成長率予想：主要国・地域と世界全体



2012年の世界経済の成長は、11年をかなり下回るとみられる。ユーロ圏が不況入りし、その他世界の成長にも影響するためだ。12年の世界の実質GDP成長率は前年比+3.2%と、11年の同+3.7%を下回ると予想される。新興国は同+5.6%の成長を実現する一方、先進国は同+1.2%にとどまろう。

12年のユーロ圏の実質GDPは、同-1.0%のマイナス成長を見込んでいる。政府債務危機を受けて、信用収縮の進行と財政緊縮の強化、家計と企業における景況感の一段の悪化が成長の足かせになると予想されるためだ。積極的な危機対応政策が打ち出されるとみられるため、2012年の終わり頃から回復が始まるだろう。

ユーロ圏の不況入りが貿易、金融、センチメントの各経路を通じてその他世界の成長を減速させるだろう。しかし、欧州当局の政策失敗によって無秩序なデフォルト(債務不履行)が生じ、ユーロが崩壊するといったことがない限り、その他世界は不況を回避できよう。

中国の成長減速はインドを上回るだろうが、両国は割と高い成長を維持する公算が大きい。日本では震災復興需要が成長をけん引しよう。米国ではバブルの処理がなお緩やかにしか進まないものの、積極的な金融緩和に支えられ、2%をやや上回る実質GDP成長を実現しそうだ。

注：1. EEMEA：欧州新興国・中東・アフリカ。2. 世界のGDP(購買力平価ベース)に占める各国の割合に基づいて加重平均した。3. 2011年12月9日現在。  
出所：野村グループ

## 2012年の見通しにはユーロ圏危機が大きな影を落とす

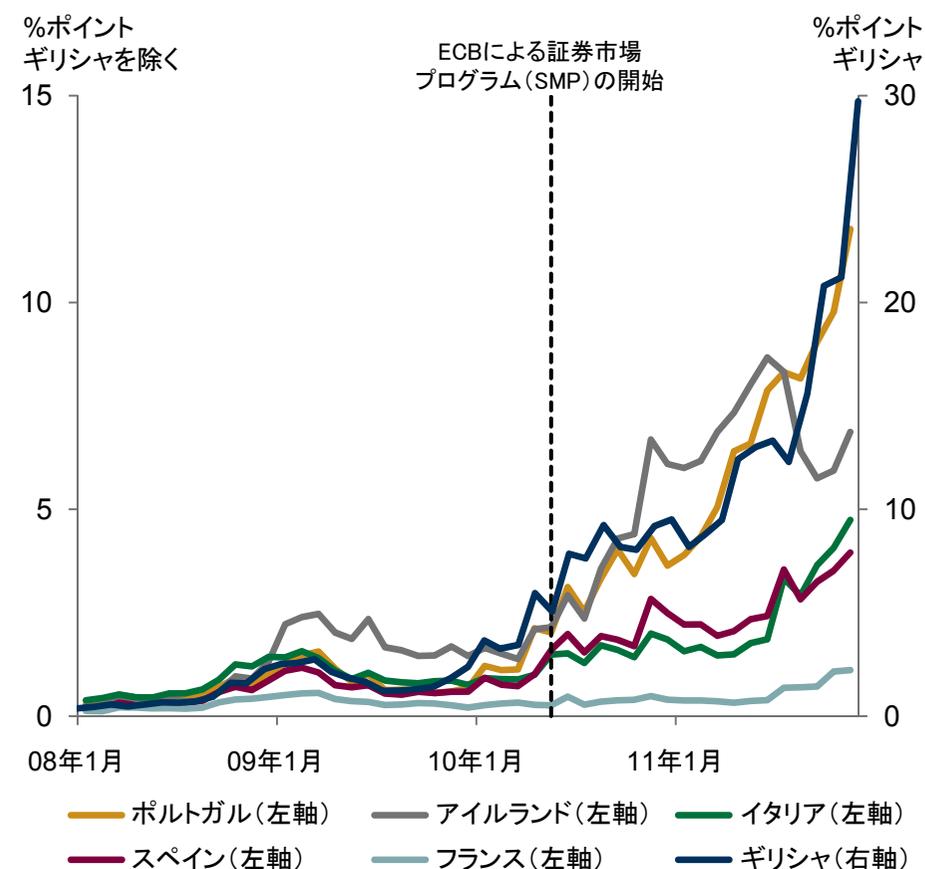
世界経済の見通しは、欧州の動向にかかっている。この前の信用バブル崩壊とその後金融危機の後遺症を受けて、各国において必要とされる民間部門のディレバレッジ(債務削減)の影響を緩和するため、拡張的財政が求められた。しかし欧州では、その過程で、通貨統合ではあるが財政統合ではないというユーロ圏の不完全な枠組みが露呈し、そのために危機が増幅した。

ユーロ圏17ヶ国は通貨と金融政策を共有しているが、財政と歳入は統合されていない。安定成長協定による抑制効果は機能せず、ユーロ誕生後の10年間でドイツと比較した周辺国の競争力は低下し、多額の財政赤字と政府債務を生んだ。

通貨切り下げの自由を奪われた周辺国が、問題解決策として国内デフレと緊縮財政を強いられている。それを見てきた金融市場は、その債務返済能力を疑問視している。市場がデフォルトリスクを織り込み、国債利回りが上昇して財政の持続性がさらに損なわれるという悪循環が生じている。

ユーロ圏各国政府は、通貨統合の度合いを弱めるか財政統合の度合いを強めるかという、2つの厳しい選択肢のいずれかを選ばねばならない。

10年物国債の対独スプレッド(利回り格差):  
フランス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン

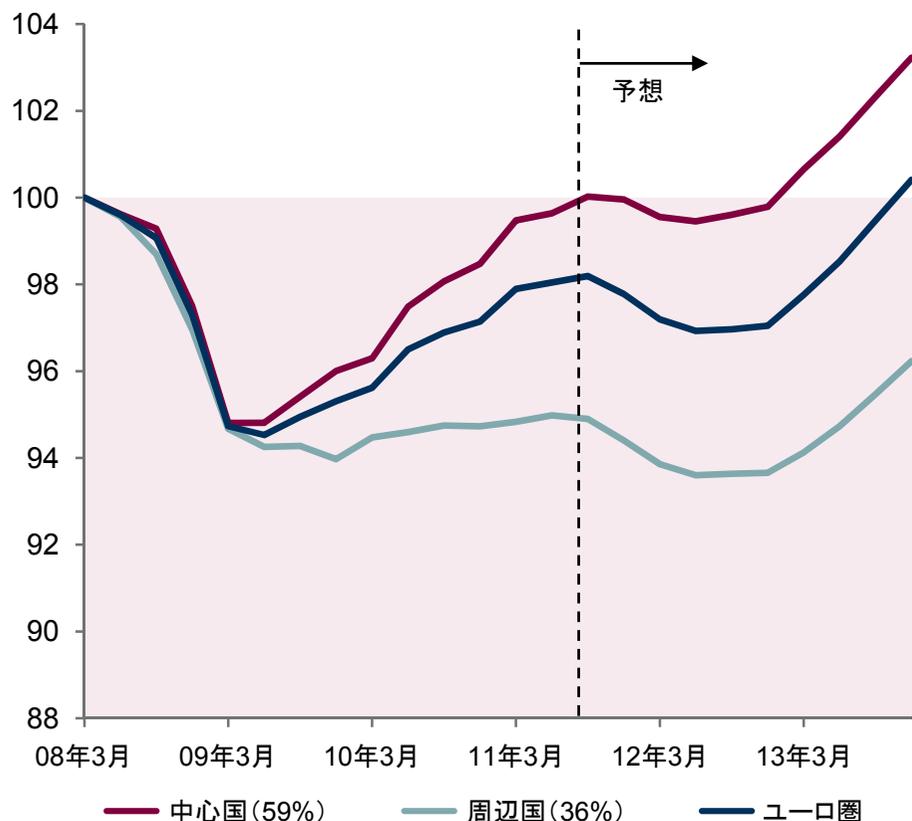


出所:ブルームバーグより野村グループ作成

# 不況入りするユーロ圏の下振れリスクが大きい

ユーロ圏の中心国と周辺国の実質GDP成長率:実績と予想

2008年1-3月期 = 100



注: ユーロ圏中心国はドイツ、フランス、オランダ、オーストリア、ベルギー、周辺国はイタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド。

出所: 欧州連合(EU)統計局より野村グループ作成

2008年の金融危機以降、ユーロ圏の回復は二極化している。中心国はそれなりのV字型回復を確保したが、周辺国の成長は横ばいもしくはマイナスにとどまっている。緊縮財政を課すことで周辺国の財政問題解決と競争力強化を目指す戦略は、ドイツ主導で進められているが、成果が上がっていないばかりか、成長の足かせにもなっている。

現在ユーロ圏では、市場と金融システムの深刻な緊張が信用収縮をもたらすなか、当局は政府債務危機に対応するため緊縮財政を大幅に強化している。このため、民間部門の景況感が悪化しており、中心国も周辺国も景気後退に向かっているとみられる。

野村では、11年10-12月期~12年7-9月期にかけて4四半期にわたり、前期比ベースの実質GDP成長率がマイナスになると予想している。この景気悪化がもたらすユーロ圏国債のスプレッド(利回り格差)の拡大が、当局の危機鎮静化に向けた断固たる措置を引き出し、それが年末以降の景気回復につながるとみている。

しかし、かなりの下振れリスクがある。当局が措置を講じることができない、もしくは措置を講じることにより消極的となれば、事前調整を欠いた形でのデフォルト(債務不履行)が生じ、ユーロ圏の崩壊が始まる可能性もあり、世界経済、金融市場に深刻な影響が生じかねない。この最悪シナリオでは、ピーク時から底入れまでユーロ圏の実質GDPが6%落ち込む可能性がある。

## 欧州中央銀行による大規模な量的緩和が可能かつ必要

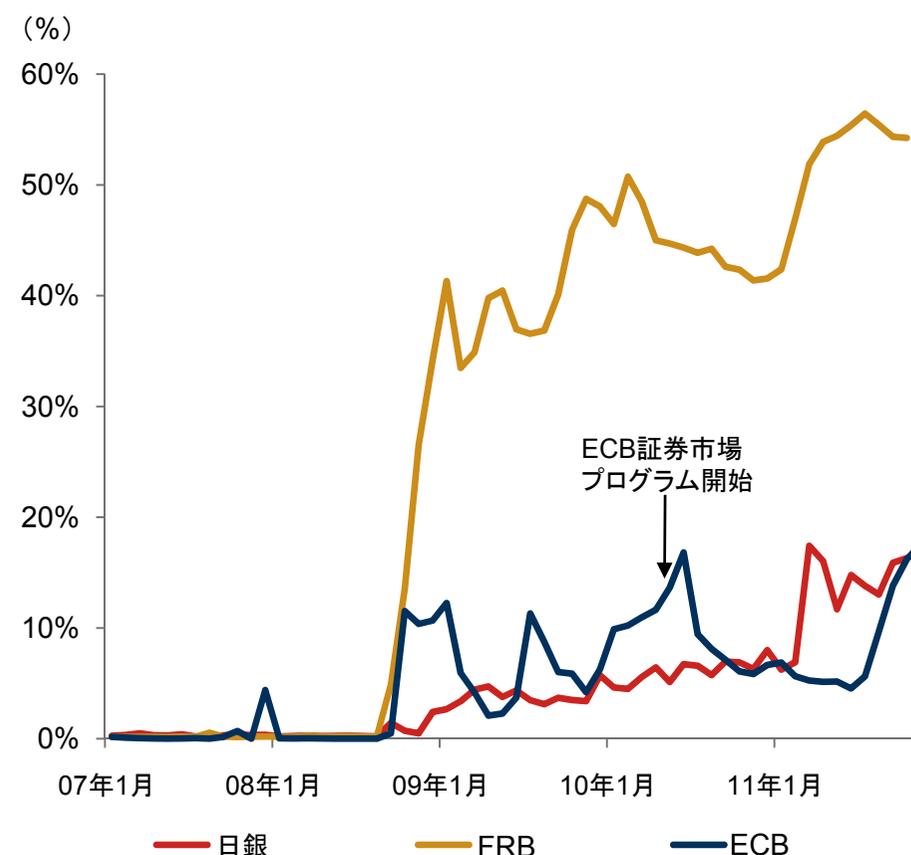
ユーロ圏存続のためには、当局は国債スプレッド(利回り格差)の拡大を抑制し、周辺国から準中心国、さらにはその先への影響波及を抑えるために、断固たる措置を講じる必要がある。ユーロ圏首脳は、ユーロ圏崩壊を回避する唯一の方法は、財政統合の強化など、ユーロ圏の財政構造に修正を加えることだとの認識を持ち始めており、今後こうした方向に進むと考えられる。

しかし、そのためには、ユーロ圏17ヶ国の正式な合意が必要であり、おそらく欧州連合(EU)加盟27ヶ国を含めた条約改正が必要となるため、時間がかかりそうだ。しかし、金融市場は待ってくれない。

危機の鎮静化に向けて十分迅速に対応できるのは、中央銀行だけだろう。おそらく欧州金融安定基金(EFSF)と足並みをそろえる格好となろう。欧州中央銀行(ECB)には既に、ユーロ圏国債のスプレッド拡大を抑制するための措置を導入したが、それほど積極的には活用していない。

向こう数ヶ月にECBは、ドイツを中心とするユーロ圏各国政府から一定の財政健全化の確約および量的緩和策への同意を得た後、おそらく最終的にバランスシートの規模を2倍に拡大すると、野村では予想している。ただし、量的緩和の積極さという点では、ECBは米連邦準備制度理事会(FRB)の後塵を拝するにとどまろう。

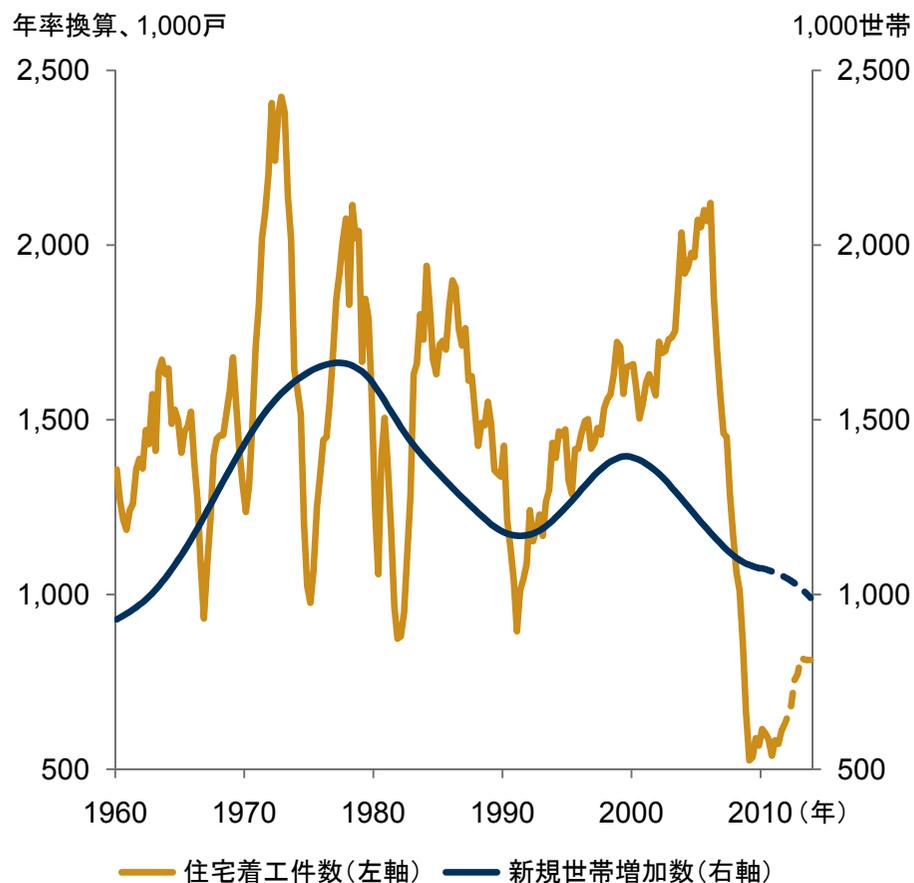
ユーロ圏・米国・日本の中央銀行のバランスシートに占める超過準備預金の比率



注: 超過準備預金 = (当座預金額 - 法定準備預金額) / 総資産 × 100  
出所: 日本銀行、米連邦準備制度理事会(FRB)、欧州中央銀行(ECB)

# 米国住宅市場にようやく改善の兆し

住宅着工件数と新規世帯増加数



米国の景気回復では、バブルと金融危機後の家計債務削減と住宅市場低迷が、引き続き足かせとなっている。さらに足元では、緊縮財政政策への移行と、ユーロ圏政府債務危機を受けた金融情勢逼迫も、成長押し下げ要因になっている。

野村では、2012年の米実質GDP成長率が前年比+2.3%にとどまると予想、こうしたなか失業率は小幅低下しているものの高止まりし、家計の景況感や個人消費の足かせとなろう。ただし、大規模な対外ショックもしくは国内政策の誤りがなければ、バブル後の回復が進み、景気は回復基調をたどろう。

とりわけ、住宅市場は緩やかながらも回復を始めている。バブル期に住宅着工が世帯増加数を大幅に上回り、当時積み上がった過剰な住宅在庫が原因で、近年住宅市場は大きく低迷し、住宅投資の対GDP比率はピーク時の6.3%から2.2%の過去最低水準まで落ち込んだ。足元の住宅投資は再び拡大し始めており、長期的に勢いが加速し、個人消費にも寄与しよう。

企業の設備投資も拡大を続け、回復基調を支えている。

注：点線は予測値。新規世帯増加数は年間値。  
出所：米商務省センサス局より野村グループ作成

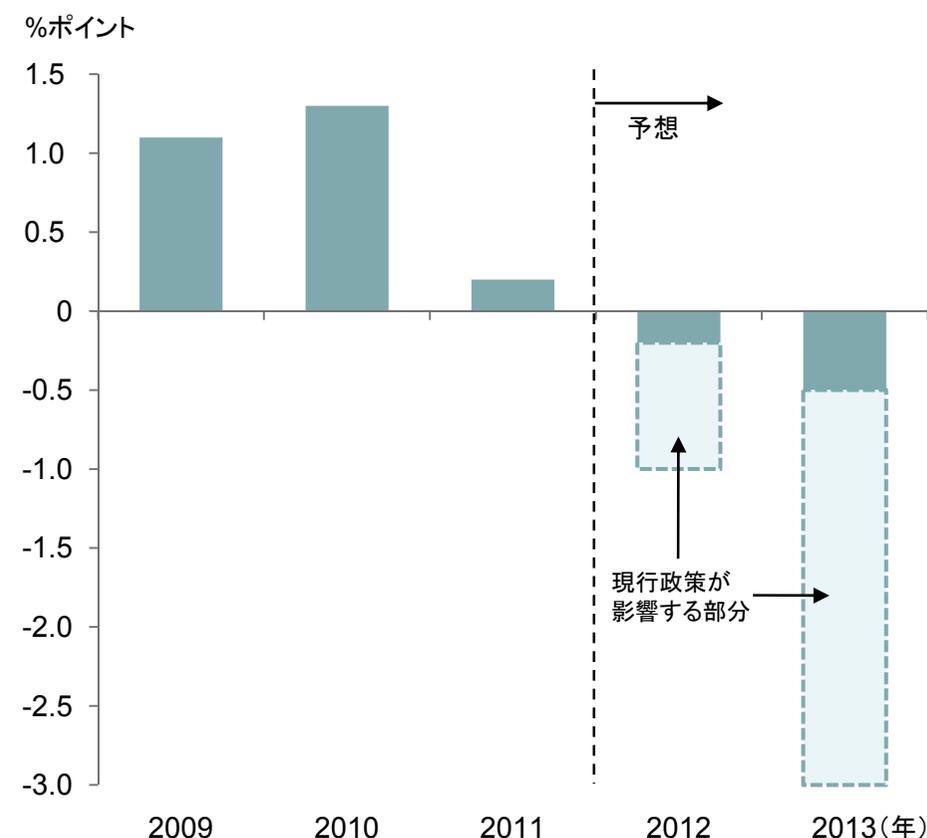
# 米国では財政が成長の足かせに転じる恐れ

米国では、2008年の金融危機以降、大幅な財政拡張政策をとってきたが、多額の財政赤字と政府債務の増大に対する国民の批判が高まるなか、12年はとりわけ大統領選の年に当たるため、使途が大きく制約されている。この先数年間、緊縮財政が成長の足かせになると予想されるが、財政政策を巡る共和党と民主党との対立が続くなか、97年の日本と同様、早すぎる時期に財政の急ブレーキを踏みかねない。

現行政策では、12年初めには給与税減税と緊急失業保証プログラム(EUC)が失効し、財政政策は大幅に引き締められよう。加えて、13年初めには、ブッシュ減税が失効する上、超党派の財政赤字削減特別委員会が1兆2,000億ドルの長期にわたる財政赤字削減で合意できなかったことを受けて一律の歳出削減が発動され、景気が一気に悪化するリスクがある。しかし、いずれは両党は予想される財政引き締めの影響をほぼ回避する措置の導入で合意に達するとみられる。

一方、金融政策は今後もかなりの追い風となりそうだ。FRBは既に極めて大規模な量的緩和を実施し、2008年の金融危機発生以降、バランスシートの規模を3倍に拡大している。失業率が高止まりし、インフレが抑制されるなか、FRBは12年1-3月期に住宅ローン担保証券(MBS)を中心とした量的緩和第3弾を実施すると、野村ではみている。

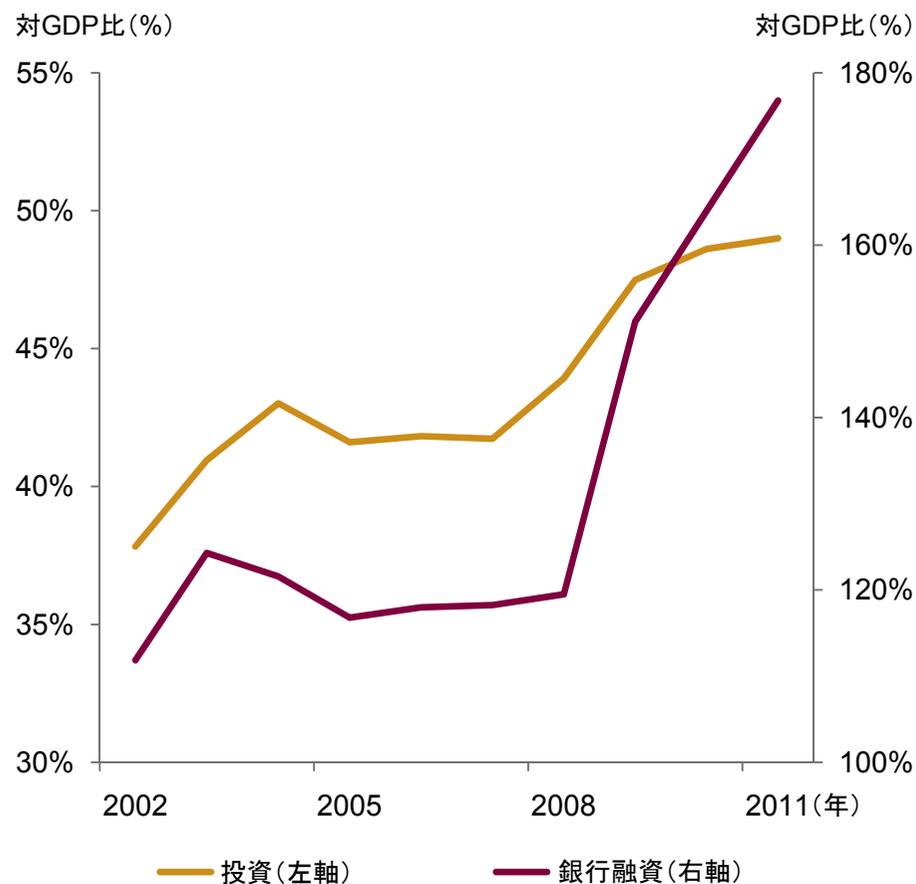
米実質GDP成長率に対する財政の寄与度：  
基本予想と悪化シナリオ



出所:米議会予算局(CBO)より野村グループ作成

## 中国では投資主導の成長が続く見込み

投資と銀行融資の対GDP比率



中国の過去30年間の実質GDP成長率は平均して前年比+10.1%と、驚異的な成長を実現してきた。2008年の金融危機以降でも同+9.2%の成長を維持している。

しかし、景気過熱を抑制するために政策が引き締められ、世界景気が減速するなか、中国の成長が減速し、12年前半は前年同期比+8.0%を下回ると予想される。成長減速は、当局による金融・財政政策の緩和を後押しする公算が大きく、特に財政政策は公的住宅投資拡大により、12年後半の成長再加速に向けた素地を整えよう。野村では、12年通年の実質GDP成長率を前年比+7.9%と予想する。また、当局は12年に対ドルでの人民元上昇のペースを年率2.5%程度に抑制するとみられる。

中国は急成長の維持に目覚ましい成功を収めてきたことから、この先数年間も、緩やかに減速しながらも高成長を維持できるだろう。1人当たりの所得水準ならびに資本蓄積の面では、同国には依然かなりの発展余地があり、成長の勢いもまだ強い。経済、社会、政治が大きな問題に直面することなく、長期的に投資主導の経済を消費主導に転換することが課題となろう。

注: 2011年は野村予想。

出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、CEICデータベースより野村グループ作成

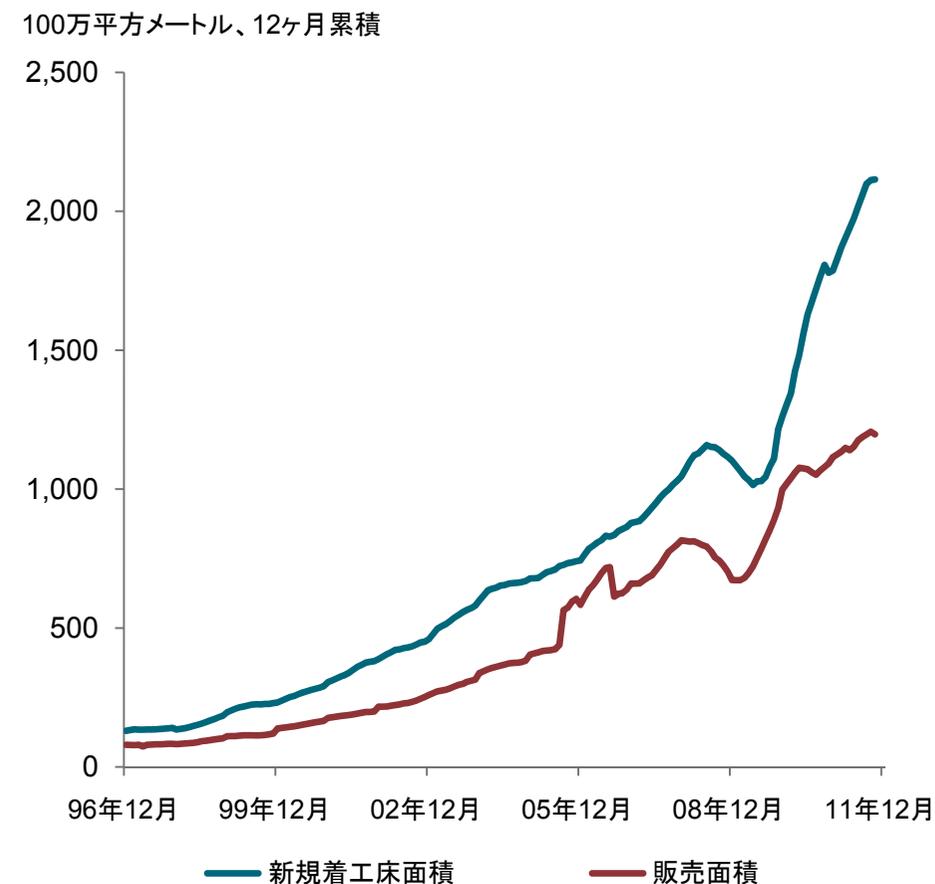
## 中国：不動産市場にバブルの兆候

中国の成長見通しは、依然として良好だが、向こう数年以内に成長が急激に減速するリスクも存在する。過去の事例をみると、一般的に信用拡大が促した投資バブルは崩壊しており、同国のGDPに占める投資の割合が極めて高いことを踏まえると、投資の伸びが減速すれば、ましてや大幅な減少に転じれば、成長に大きく影響しよう。

中国の金融構造がまだ初期段階にあることが弱点の一つだ。中国は資本の流出入を統制している限り、為替相場と国内金融情勢を管理できる。しかし、金融の規制緩和や為替改革が実施され、資本移動の自由化が進むにつれて、金融政策が制御不能となる可能性が高まる。資産バブルが形成され、崩壊すれば、国内投資に深刻な影響が生じかねない。

不動産市場には既にバブルの兆候がみられる。中国の指導者はおそらく、公的住宅やインフラ(社会基盤)投資の増加など既に十分な手段を有し、向こう数年以内の景気のハードランディング(急激な減速)を回避するために、そうした措置を講じる意向だろう。しかし、ハードランディングが現実となる可能性が以前よりも高まっており、中国経済の重要性が一段と大きくなっていることを踏まえると、世界経済にも影響が及びかねない。

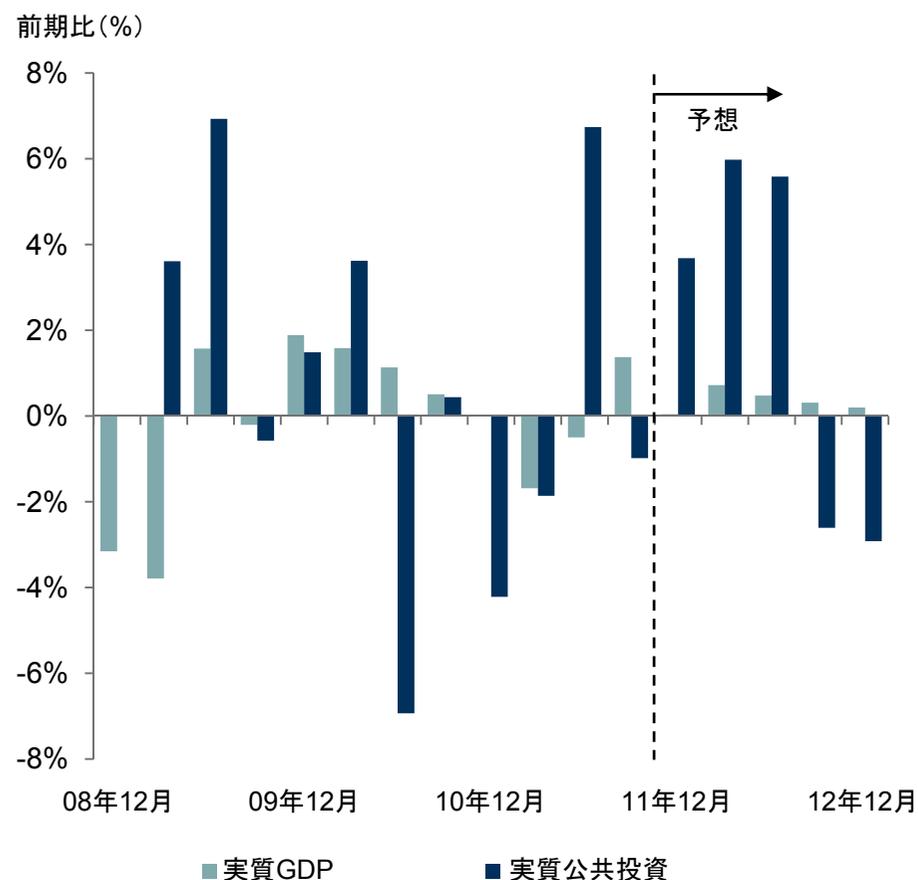
### 新規着工床面積と販売面積の格差



注：住宅、オフィス、商業用不動産の合計面積。  
出所：中国国家统计局、CEICデータベースより野村グループ作成

# 日本の回復は震災復興需要が支えよう

実質GDPと公共投資の四半期伸び率



日本経済は、2011年にかなりのマイナス成長を記録した後、12年には前年比+1.9%のプラス成長に転じると予想される。累積15兆円に上る東日本大震災の復興関連支出が寄与しよう。公共投資の伸びが年率2桁台に加速することによって、12年前半に成長が浮揚するとみられる。しかし12年後半には、11年10-12月期から3四半期にわたる復興支出の成長押し上げ効果が消失し、公共投資の伸びは減少に転じ、12年末にかけて前期比成長率も着実に減速しよう。

地震、津波、原子力発電所事故という3つの災害を受けた製造業の空洞化加速懸念を踏まえると、金融当局は大幅な円高に何らかの措置を講じよう。しかし、足元のユーロ圏危機により世界的にリスク心理の冷え込みが続き、FRBが量的緩和第3弾(QE3)を開始するとみられるなか、11年後半の対ドルでの円高基調が直ちに反転する可能性は低い。対ドルの円相場は12年を通じて70円台半ばから後半で推移しよう。

また、日銀は12年1-3月期に資産買入れ枠を5兆円拡大すると予想される。ただし期待に反して、日銀は、FRBやイングランド銀行(BOE:中央銀行)のような積極的な量的緩和の導入には引き続き消極的なようだ。こうしたリフレ(物価の緩やかな上昇)を促す政策に転換しなければ、日本はデフレの罫から抜け出せないだろう。

出所:内閣府より野村グループ作成

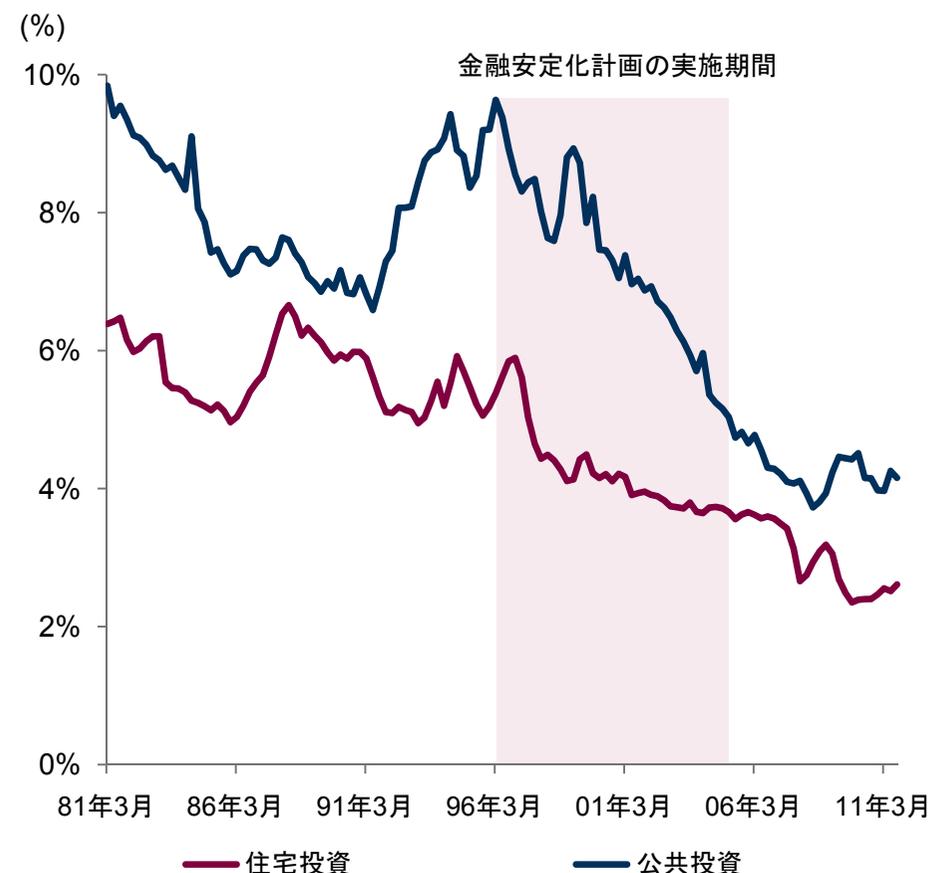
# 震災後の日本に住宅及び公共投資の拡大を

日本の内需を拡大し、長期デフレを終了させる方法の一つとして、復旧・復興投資の対象を拡大し、その期間を延長し、復興をより積極的に進めることが挙げられる。日本には、より安全で、強力かつ災害に強いインフラが必要である。1990年代半ばの銀行不良債権問題の発生以降、民間住宅投資や公共投資が大幅に削減されてきた。現在の投資水準の低さを考慮に入れると、複数年にわたって公的・民間両部門における投資ブームを起こすことが急務である。この際に制約要因になるのは金融もしくは技術ではなく、必要な労働力の確保である。これは移民政策を創造的かつ戦略的に利用することで解決可能であり、日本経済が復活し、アジア地域で重要な位置を占める上でこうした政策が寄与しよう。

3月11日に起こった3つの災害で、日本列島の避けられない現実が再確認された。日本列島には様々な地理的困難が存在する。自然の力は日本に豊富な恵みを与える傍ら、何世紀にもわたり日本人の資質を形成してきている。日本人は自然の力に対して感謝の念と謙虚な気持ちを育んできた。同時に自然の力を利用する不屈の精神と才覚も備え、国土利用を高度化し、低燃費・省エネ・省力製品を開発し、長期にわたる成功を収めてきた。

日本は、自然が投げかけた挑戦に立ち向かうため再び立ち上がる必要がある。静かにではあるが固い決意を秘めて、日本人と日本はそうした課題を克服するだろう。

実質GDPに対する住宅投資と公共投資の割合



出所:内閣府より野村グループ作成

# 野村証券からのお知らせ

この資料は、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、この資料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、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、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。

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。

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、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)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

<経済調査部審査番号ERP No. 11-542>

本資料の作成日:2011年12月13日



この冊子の印刷工程で使用した  
電力量 (670kWh) はすべて  
グリーン電力を使用しています。