

## 2009 年度 ~ 2011 年度の経済見通し

『日本経済：本格回復に向けた調整期間へ』

2009 年度実質 GDP 成長率：-2.6%

2010 年度実質 GDP 成長率：+1.1%

2011 年度実質 GDP 成長率：+1.9%

2009 年 11 月 20 日

野村証券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

## 日本経済の予測要約表

[2009年11月16日時点]

[2009年9月11日時点]

		09年度 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)	09年度 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)
国内 総 生 産	実質国内総支出	-2.6	1.1	1.9	-3.2	0.8	1.9
	<内需寄与度>	-1.6	0.5	1.2	-2.2	0.1	1.1
	<民間内需>	-2.3	0.4	1.5	-2.9	0.2	1.4
	<公的内需>	0.6	0.1	-0.3	0.8	-0.1	-0.3
	<外需寄与度>	-0.9	0.7	0.8	-1.0	0.7	0.8
	民間最終消費支出	0.2	0.4	0.9	-0.3	0.3	0.8
	民間住宅投資	-18.0	-0.9	3.6	-10.7	0.4	3.1
	民間企業設備投資	-12.3	2.8	6.3	-12.7	0.8	4.9
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.5	-0.2	0.0	-0.6	0.0	0.2
	政府消費	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
	公的固定資本形成	13.3	-2.8	-11.4	18.4	-5.1	-11.4
	財貨・サービス輸出	-14.0	8.9	9.7	-16.1	6.4	9.7
	財貨・サービス輸入	-10.3	4.9	5.8	-12.8	1.3	5.4
		名目国内総支出	-3.4	-0.5	1.7	-3.6	-0.7
	GDPデフレーター	-0.9	-1.6	-0.3	-0.4	-1.5	-0.3
生産 ・ 物 価	鉱工業生産	-9.4	8.8	8.9	-11.2	5.4	9.2
	国内企業物価	-4.9	-1.8	0.8	-4.9	-2.4	0.8
	消費者物価	-1.5	-1.1	-0.2	-1.6	-1.3	-0.2
	除く生鮮食品	-1.5	-1.2	-0.2	-1.5	-1.3	-0.2
	完全失業率(%)	5.3	5.4	5.1	5.6	5.9	5.1
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	5.9	8.8	10.7	5.0	7.1	8.5
	貿易収支(兆円)	6.9	9.7	11.5	6.0	8.0	9.4
	貿易・サービス収支(兆円)	2.3	5.3	8.3	3.7	7.3	10.3
	経常収支(兆円)	13.7	17.2	21.2	16.0	19.2	23.3

(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)野村証券金融経済研究所

## 経済見通し前提表

	2009年度	2010年度	2011年度
ドル円相場(年度平均)	90.0	87.0	93.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0.10	0.10	0.25
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0	5.0
WTI(年度平均、ドル/バレル)	70.0	73.0	78.0

(出所)野村証券金融経済研究所

## 四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2000年連鎖価格10億円)

	08年		09年				10年				11年	
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	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	309164.5	307005.3	303639.5	306546.0	308685.8	308063.4	308316.3	307838.3	308682.7	309498.1	310245.4	
(前期比)	0.0	-0.7	-1.1	1.0	0.7	-0.2	0.1	-0.2	0.3	0.3	0.2	
(前年同期比)	0.7	-0.3	-2.8	-0.8	-0.2	0.3	1.5	0.4	0.0	0.5	0.6	
民間住宅投資	15571.2	16079.4	15011.2	13474.0	12433.5	12321.3	12379.2	12418.2	12472.0	12559.8	12657.8	
(前期比)	4.3	3.3	-6.6	-10.2	-7.7	-0.9	0.5	0.3	0.4	0.7	0.8	
(前年同期比)	-5.4	11.8	0.6	-10.0	-20.2	-23.4	-17.5	-7.8	0.3	1.9	2.3	
民間企業設備投資	84731.2	78790.5	72309.6	69306.6	70428.8	72016.7	72592.9	71796.5	72408.5	73540.6	74602.4	
(前期比)	-5.8	-7.0	-8.2	-4.2	1.6	2.3	0.8	-1.1	0.9	1.6	1.4	
(前年同期比)	-4.1	-11.7	-20.5	-23.5	-16.9	-8.6	0.4	3.6	2.8	2.1	2.8	
民間在庫投資	829.4	4779.9	3082.9	-362.4	1498.3	1298.3	698.3	0.0	-200.0	-400.0	-600.0	
<前期比寄与度>	-0.7	0.8	-0.4	-0.7	0.4	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
政府最終消費支出	97301.6	98554.2	98688.6	98487.9	98863.9	99160.5	99358.8	99557.5	99756.6	99956.2	100156.1	
(前期比)	-0.1	1.3	0.1	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
(前年同期比)	0.4	0.2	0.6	1.1	1.6	0.6	0.7	1.1	0.9	0.8	0.8	
公的固定資本投資	18535.4	19000.3	19597.1	21104.3	20842.2	21602.0	21944.6	21820.4	21198.6	20597.4	20101.0	
(前期比)	0.7	2.5	3.1	7.7	-1.2	3.6	1.6	-0.6	-2.9	-2.8	-2.4	
(前年同期比)	-6.6	-4.6	0.4	15.9	12.4	13.7	12.0	3.4	1.7	-4.7	-8.4	
公的在庫投資	242.6	238.5	246.8	227.5	230.5	230.5	230.5	230.5	230.5	230.5	230.5	
<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	29511.4	16340.6	8162.0	14268.1	16708.9	16704.6	16633.5	17420.6	19334.3	20529.4	21323.8	
<前期比寄与度>	-0.2	-2.7	-0.9	1.5	0.4	0.0	0.0	0.1	0.4	0.2	0.1	
(前期比)	-3.8	-44.6	-50.1	74.8	17.1	0.0	-0.4	4.7	11.0	6.2	3.9	
(前年同期比)	14.1	-44.7	-78.6	-52.3	-42.2	2.4	123.9	21.5	15.1	23.1	30.6	
輸出	90408.2	78171.7	61310.8	65207.1	69359.0	71093.0	71875.0	73025.0	74777.6	76572.3	78103.7	
(前期比)	-1.9	-13.5	-21.6	6.4	6.4	2.5	1.1	1.6	2.4	2.4	2.0	
(前年同期比)	4.4	-12.5	-36.3	-29.3	-23.3	-9.1	17.2	12.0	7.8	7.7	8.7	
輸入	60896.8	61831.1	53148.8	50939.0	52650.1	54388.4	55241.5	55604.4	55443.3	56042.8	56779.9	
(前期比)	-1.0	1.5	-14.0	-4.2	3.4	3.3	1.6	0.7	-0.3	1.1	1.3	
(前年同期比)	0.0	3.0	-15.5	-17.6	-13.5	-12.0	3.9	9.2	5.3	3.0	2.8	
実質国内総生産	555495.1	538814.3	521560.0	525067.3	531247.6	533328.7	534090.2	533011.4	535830.4	538476.3	540695.5	
(前期比)	-1.7	-3.0	-3.2	0.7	1.2	0.4	0.1	-0.2	0.5	0.5	0.4	
(前期比年率)	-6.5	-11.5	-12.2	2.7	4.8	1.6	0.6	-0.8	2.1	2.0	1.7	
(前年同期比)	-0.3	-4.3	-8.6	-7.0	-4.4	-1.0	2.4	1.5	0.9	1.0	1.2	
GDPデフレーター	89.9	91.9	92.4	91.5	90.3	90.1	90.1	89.3	89.0	88.9	89.1	
(前期比)	-1.6	0.7	0.9	0.5	0.2	-1.9	-2.5	-2.4	-1.5	-1.4	-1.2	
鉱工業生産(2005年=100)	104.6	92.8	72.3	78.3	84.1	89.9	90.2	90.3	92.0	94.0	96.1	
(前期比)	-3.2	-11.3	-22.1	8.3	7.4	6.9	0.4	0.1	1.9	2.2	2.2	
(前年同期比)	-1.4	-14.5	-34.6	-27.8	-20.1	-3.2	24.8	15.4	9.4	4.6	6.6	
国内企業物価(2005年=100)	112.2	107.8	104.3	102.9	102.9	103.2	102.7	101.8	100.8	100.6	101.2	
(前期比)	3.1	-3.9	-3.2	-1.3	0.0	0.3	-0.5	-0.9	-1.0	-0.2	0.6	
(前年同期比)	7.3	2.6	-1.8	-5.5	-8.3	-4.2	-1.5	-1.0	-2.1	-2.5	-1.4	
消費者物価指数(総合)	102.4	101.8	101.0	100.6	100.1	99.8	99.6	99.1	98.5	98.5	98.3	
(2005年=100)												
(前期比)	0.8	-0.6	-0.8	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.5	-0.6	0.0	-0.2	
(前年同期比)	2.2	1.0	-0.1	-1.0	-2.2	-1.7	-1.0	-1.3	-1.2	-1.0	-0.9	
消費者物価指数(除く生鮮食品)	102.4	101.5	100.9	100.4	100.0	99.9	99.7	99.4	98.8	98.8	98.7	
(2005年=100)												
(前期比)	1.0	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	-0.3	-0.6	0.0	-0.1	
(前年同期比)	2.4	1.0	0.0	-1.0	-2.3	-1.6	-1.1	-1.4	-1.3	-1.1	-1.0	
完全失業率	4.0	4.0	4.5	5.2	5.5	5.3	5.3	5.4	5.5	5.4	5.4	

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2009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

## 日本経済は本格回復に向けた調整期間へ

- ▶ 日本経済は輸出回復と政府経済対策の効果を受け、2009年4-6月期以降、2四半期連続で高成長を記録した。ただし、企業の設備・雇用過剰感は依然として高く、内需への波及は限定的であった。今後は、海外景気リバウンド効果の一巡、経済対策効果の後退、円高の影響から、景気は再び減速する公算が大きい。
- ▶ 海外景気の拡大と円高の影響が後退することから、2010年後半には、輸出が再び日本経済の牽引役として存在感を増すと予想される。特に、日本経済が近年、好調なアジア諸国景気の恩恵を享受し易くなっている点が注目される。
- ▶ 景気回復の内需への波及を阻害している要因として、過剰生産能力・過剰人件費調整の進行が挙げられる。我々の試算に基づけば、いずれも2010年半ばにはこの調整が一巡し、景気本格回復に向けた素地が整うと想定される。
- ▶ 2010年後半以降に見込まれる景気回復は、これまでの輸出のみに依存したパターンを脱し、輸出・生産の拡大が、設備投資の回復を伴ったより力強い成長パターンを辿ると予想する。ただし、個人消費が回復を見せるのは2011年度以降となろう。2011年度の見通しは、個人消費が前年比+0.9%、設備投資は同+6.3%と予測している。
- ▶ 2009年4-6月期以降、政府による経済対策が奏功し、家計消費は堅調に推移している。2010年4-6月期には、政策効果の剥落の影響が一時的に顕在化するものの、民主党の「生活支援策」は、年間を通じて消費下支え要因として作用することが見込まれる。
- ▶ 市場の一部では、にわかに財政悪化懸念が高まっている。一般会計ベースで見た新規国債発行額は、2009年度が50兆円前後、2010年度も40兆円を超えると予想しており、市場の懸念を完全に払拭することは困難であると考えられる。
- ▶ 日銀はデフレ定着を認めた一方、「デフレ解消」に向けた追加対策の実施には消極的な姿勢を崩していない。ただし、「物価安定」は中銀の使命であり、景気動向次第では、来年早々にも追加緩和策を実施する可能性は依然として残されよう。

以上の議論を踏まえ、野村証券金融経済研究所は2009年度の実質GDP成長率を-2.6%、2010年度を+1.1%、2011年度は+1.9%と予測する。

(1) 本年末から来年々前半にかけ、景気は減速方向へ

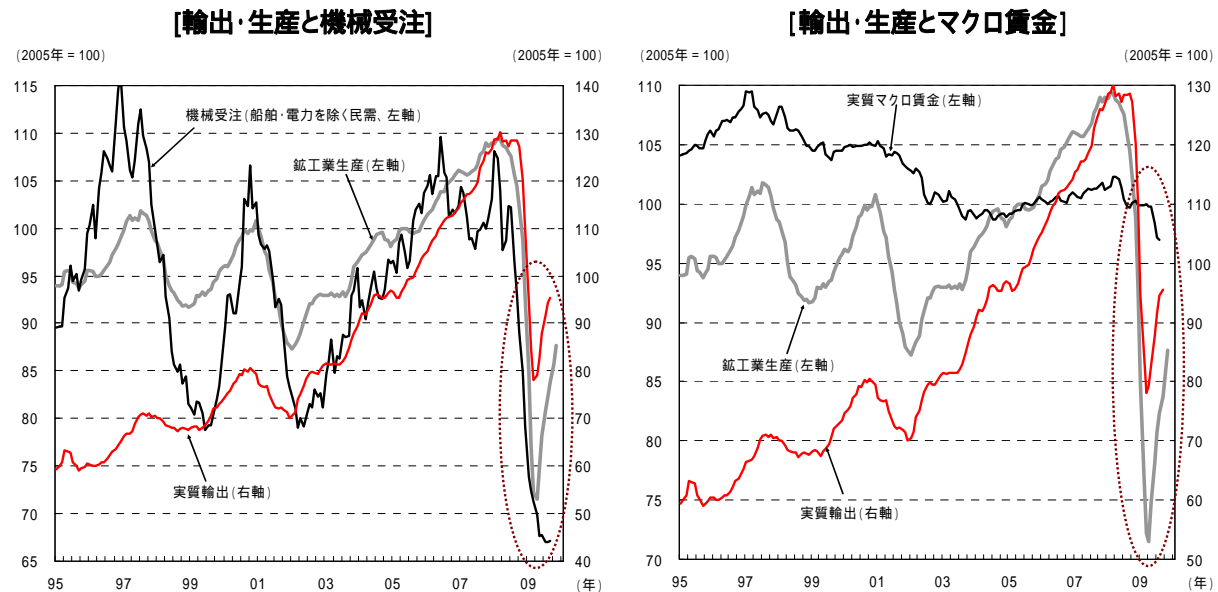
足下の日本経済は力強い持ち直しの動きを継続

日本の実質 GDP 成長率は、2009年4-6月期に前期比年率+2.7%と持ち直しに転じ、7-9月期も同+4.8%と事前の予想を大幅に上回った。同じく、7-9月期の鉱工業生産は前期比+7.4%と2四半期連続で高成長を記録、10月、11月ともに企業は強気の生産計画を有しており(10月:前月比+3.1%、11月:同+1.9%)、同計画に基づくと10-12月期の生産は前期比+6%台となる可能性がある。

輸出・生産持ち直しの民間内需への波及効果は限定的

4-6月期以降の景気拡大の主因は、輸出回復と政府経済対策の効果である。4-6月期から足下にかけての生産拡大は、輸出の増加と並行する形で進展している。一方、国内設備投資の代理変数であるコア機械受注(船舶・電力を除く民需)や家計所得の動向を示す実質マクロ賃金(雇用者数×一人当たり賃金÷消費者物価)は明確な持ち直しの兆しを見せていない(図表1-1)。7-9月期の実質民間企業設備投資は前期比+1.6%と6四半期振りにプラスの伸びを記録したものの、全体としてみれば輸出回復の国内需要への波及効果は未だ限定的なものに留まっている。

(図表 1-1) 実質輸出、鉱工業生産と機械受注及びマクロ賃金の動向



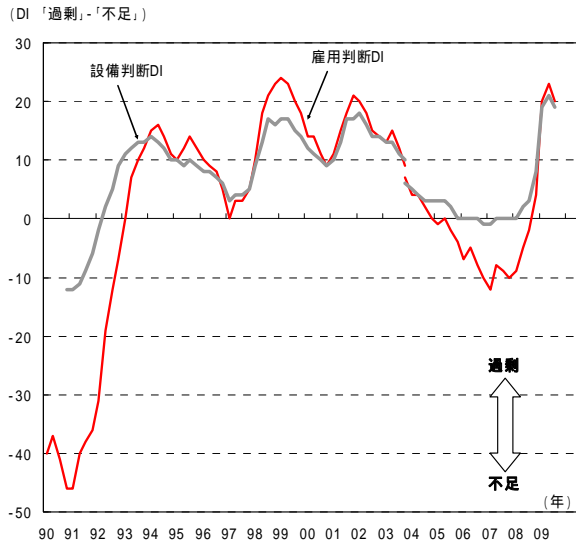
(注) 実質マクロ賃金 = 一人あたり賃金 × 常用雇用 ÷ CPI  
 (出所) 日本銀行、内閣府、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

企業は依然として生産設備・雇用を過剰と判断

輸出・生産の持ち直しによる設備投資・個人消費への波及効果が高まり難しい背景には、企業が過剰生産能力・過剰人件費の調整を進めていることがあると考えられる。日銀『短観』の設備判断DIおよび雇用判断DIを見ると、直近2009年9月調査時点でもなお、多くの企業が自社の生産設備や雇用を過剰と判断している様子が確認できる(図表1-2)。

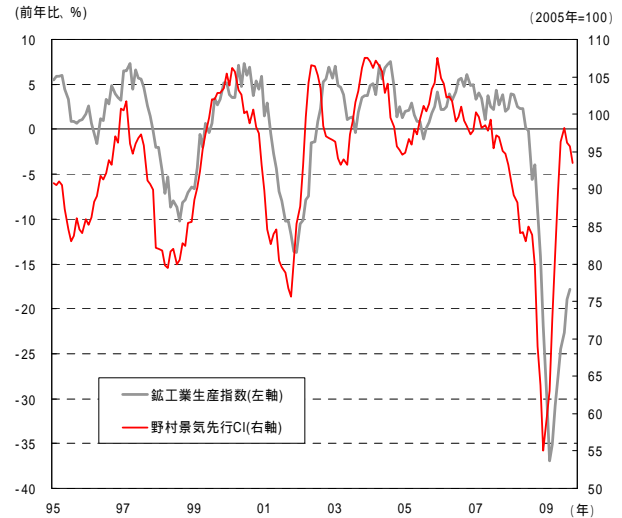
日本経済は再び減速へ 輸出・政策効果に依存した景気持ち直しという状況を脱せない中、2009年末から2010年前半にかけて、日本経済は再び減速に向かう可能性が高いと我々は判断している。景気再減速を見込む根拠としては、<1>海外景気リバウンド効果の一巡、<2>消費刺激策を中心に、経済対策の景気押し上げ効果が剥落すること、<3>急速に進んだ円高の悪影響が徐々に顕在化することが指摘できる。

(図表 1-2) 設備判断DI・雇用判断DIの推移



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

(図表 1-3) 鉱工業生産指数と野村景気動向指数・先行CIの推移



(注) 野村景気先行CIは、米国ISMの生産在庫バランス、電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランス、中小企業売上見通しDI、製造工業生産予測調査の翌月見通し、PMI輸出受注指数、景気ウォッチャー先行判断DI(方向性)を合成して作成。  
(出所) 米国ISM、内閣府、経済産業省、日本政策金融公庫、Markit Economics社資料より野村証券金融経済研究所作成

野村景気動向指数の先行CIは3カ月連続で低下

実際、日本の各種先行指標は目先景気が一旦減速に向かう可能性を映し出している。景気ウォッチャー調査、米国ISM製造業指数等、近年日本の生産動向に対して明瞭な先行性が見られる指標を合成して、我々が独自に作成した野村景気動向指数<日本版>の先行CIは、7月をピークに3カ月連続で低下している(図表1-3)。同指数の鉱工業生産に対する先行期間が2~4カ月程度であることを踏まえると、本年末から年明けにかけて、国内景気が一旦減速基調を辿る可能性を示す結果と捉えられる。

## (2) 2010年後半以降、輸出は再び景気の牽引役に

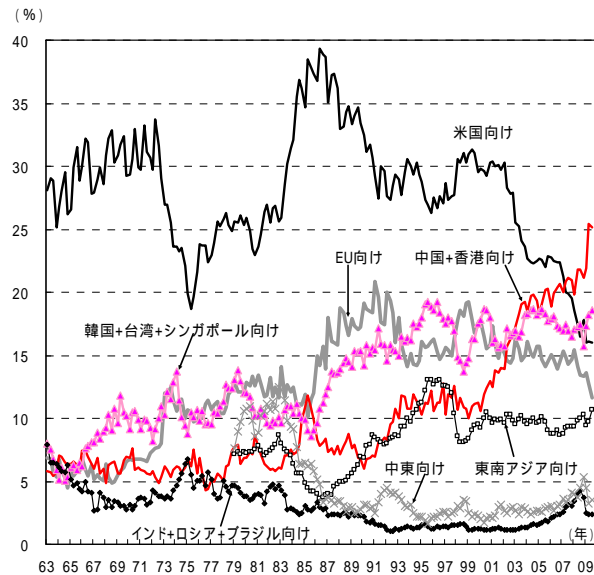
焦点は、景気減速を経た後の日本経済の姿

4-6月期からの景気の力強い持ち直しが持続性に乏しく、2009年末頃から息切れ感が生じるとの見方は、金融市場関係者の間でも広く共有され始めているように見受けられる。今後の焦点は、景気減速を経た後の日本経済の姿であろう。この点に関し我々は、2010年半ば以降、日本の景気は再度拡大基調に転じると予想している。

アジア経済の高成長が日本の輸出に好影響を及ぼす

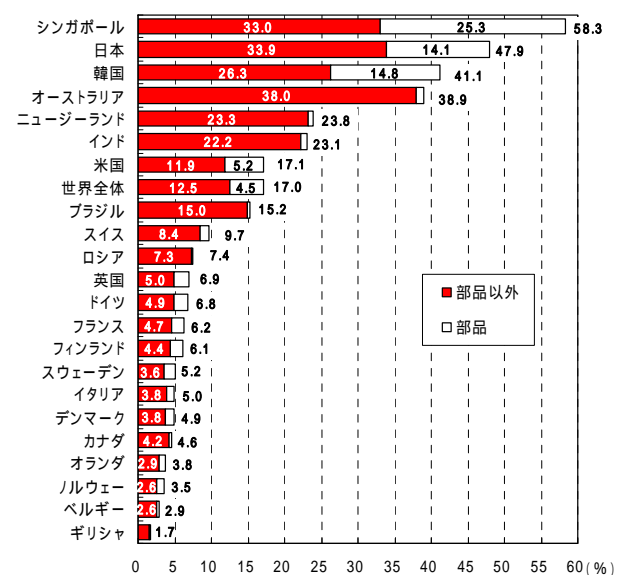
この見通しの根拠としては、第一にアジア経済の高成長持続による輸出・企業業績への好影響が指摘できる。今般の世界的な景気持ち直し局面において、特に顕著なのがアジア経済の急速な回復である。鉱工業生産が既に前年比プラス二桁台にまで回復している中国はもとより、韓国、台湾等でも生産活動の改善が確認される。野村グローバル・エコノミスト・チームでは、こうしたアジア経済の回復基調は、今後も持続する可能性が高いと予想している。我々の最新の予想では、アジア（除く日本。以下、本稿での「アジア」との表記は基本的に日本を除くベース）の実質 GDP 成長率は、2010年が前年比+8.2%、2011年も同+8.2%となる見込みである。これは、世界平均（2010年：同+4.0%、2011年：同+4.2%）、先進国平均（同+1.8%、同+2.0%）、新興国平均（同+6.5%、同+6.5%）のいずれをも大きく上回る成長率水準である。

(図表 2-1) 日本の輸出の国・地域別内訳



(出所)財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 2-2) 総輸出に占めるアジア向けの割合



(注)1.いずれも、輸出総額に占めるアジア向け輸出の割合を示す。  
 2.アジアは、中国(香港を含む)、NIES3、東南アジアの合計。  
 3.韓国以外は2008年実績値、韓国は2007年の値。  
 4.部品と部品以外の分類は、BECコードに基づき、野村証券金融経済研究所が独自に行った。  
 (出所)国際連合資料より野村証券金融経済研究所作成

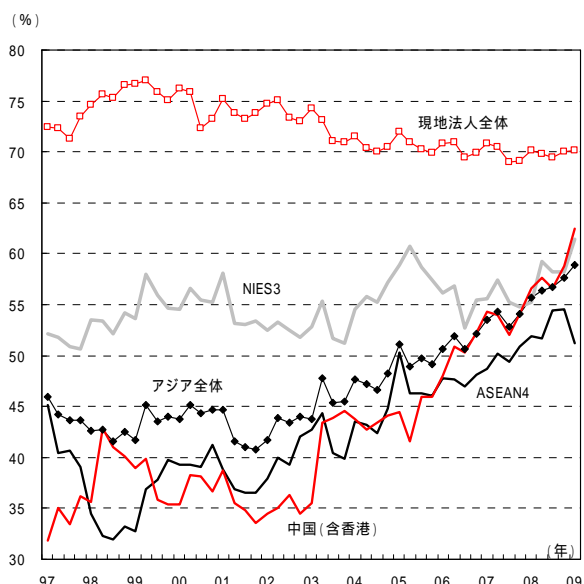
日本の総輸出に占めるアジア向け輸出の割合は顕著に上昇

日本の総輸出に占めるアジア向けの割合を見ると、近年顕著に上昇していることが確認できる。1980年代後半から1990年代後半にかけては、NIES3（韓国、台湾、シンガポール）向け、東南アジア向け輸出のシェアが、90年代後半から直近までは中国（香港を含む、以下同じ）向けのシェアが大幅に上昇している。一方で、2000年頃から米国向け、EU向けの割合は低下傾向にある（図表 2-1）。単純に、総輸出に占めるシェアを見る限り、日本の輸出は業種を問わず、アジアに対する依存度を高めていると考えられる。また、世界的に見ても、日本は輸出に占めるアジア向けの割合が最も高い国の一つである（図表 2-2）。

部品輸出を除いても、日本の輸出のアジア依存度は高い

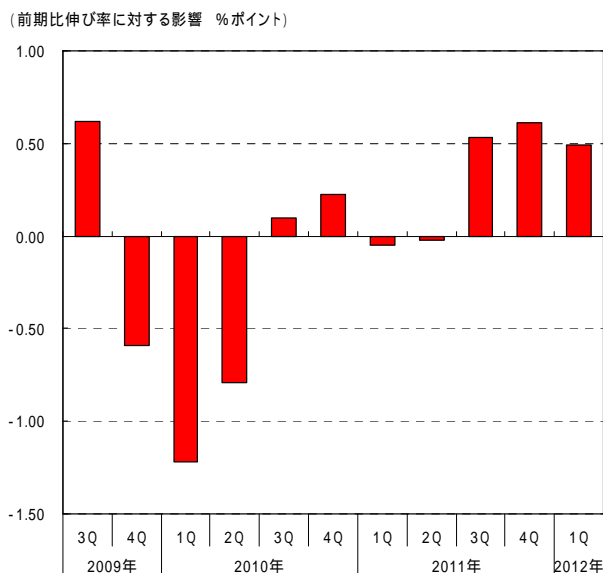
輸出総額に占めるアジア向け輸出のシェアが上昇基調にあり、かつ他の主要国と比べても高水準であることを素直に解釈すれば、日本の輸出がアジア新興国の高成長の恩恵を享受し易いとの見方につながる。これに対する反論として、アジアは日本から輸出した部品の組み立て拠点に過ぎず、最終需要地は欧米等の先進諸国であるとの指摘がしばしばなされる。確かに、日本をはじめ韓国、シンガポール等のアジア向け輸出はかなりの部分が部品によって占められている。2008年時点で、日本のアジア向け輸出に占める部品の割合は29.4%である。輸出総額比では、日本のアジア向け輸出が47.9%、うち14.1%ポイントが部品輸出分となる。ただし注意したいのは、部品輸出を控除してもなお、日本のアジア向け輸出は輸出総額の33.9%に上るといえる点である。部品を除くベースでの日本のアジア向け輸出比率は、オーストラリア(38.0%)に次ぎ、主要国中第2位である(図表2-2)。

(図表 2-3) 日本の各地域現地子会社の売上に占める現地向け販売の割合



(注) 1.各地域の現地子会社の売上のうち現地向け販売の比率を示す。  
2.すべて、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證券金融経済研究所作成

(図表 2-4) 今後の輸出伸び率に対する円高の影響(シミュレーション)



(注) 2009年10-12月期以降のドル円レートが、野村證券金融経済研究所の想定(2009年10-12月期:86円、2010年1-3月期:83円、4-6月期:85円、7-9月期~2011年1-3月期:87円、2011年4-6月期:90円、7-9月期:93円、10-12月期~2012年1-3月期:95円)に沿って推移した場合に、日本の実質輸出(前期比)に及ぼす影響を試算したもので、  
(出所)野村證券金融経済研究所

アジア子会社の現地販売比率は上昇基調

また、企業業績の観点からは、日本企業のアジア子会社の売上に占める現地販売の割合が、2002年頃から上昇基調に転じている点も興味深い。特に顕著なのが中国(含む香港)及びASEAN4(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン)での現地販売比率の高まりである。中国子会社の現地販売比率は、2000年度には4割弱に過ぎなかった(売上の60%以上が日本及び第三国への輸出であった)が、2008年度時点では6割程度にまで上昇している(図表2-3)。これらを踏まえると、アジア経済の高成長持続は、輸出・企業業績の改善を通じて、国内景気にも好影響を及ぼすと考えられる。



円高の悪影響は 2010 年後半以降、緩和の方向に

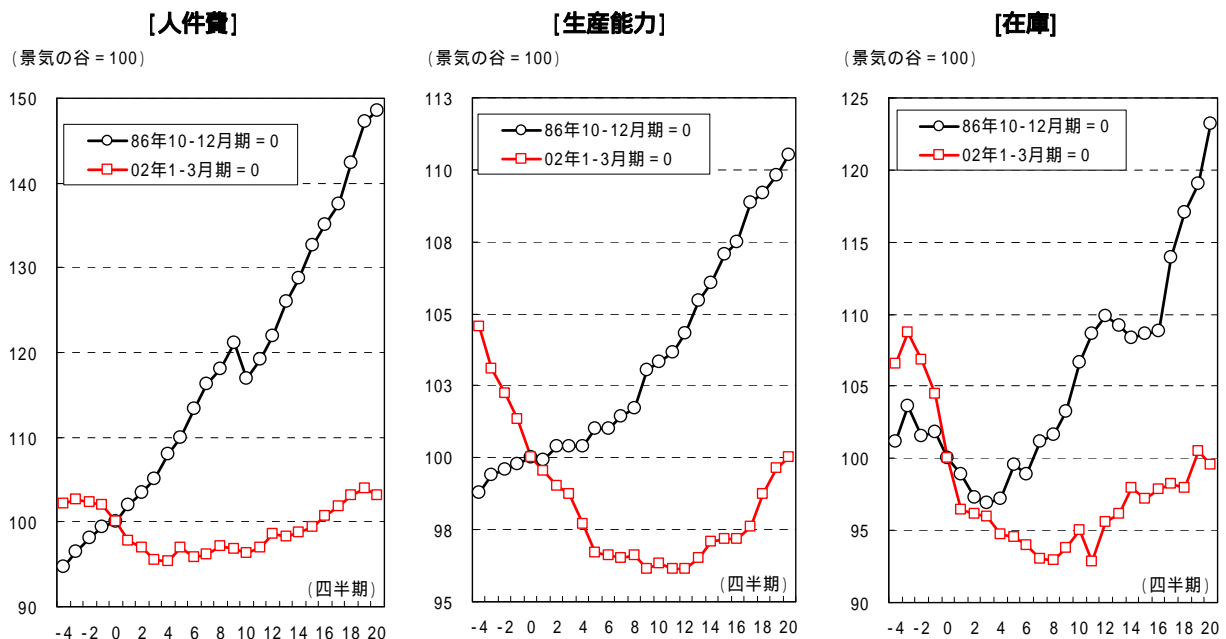
第二に、目先の輸出押し下げ要因となる円高の悪影響が、来年後半には弱まると見込まれる。我々は、2010年3月末にかけてもう一段の円高・ドル安が進んだ後、円高圧力は徐々に緩和されると予想している。この想定に基づいてシミュレーションを行うと、円高の輸出押し下げ圧力は2010年1-3月期がピークになるとの結果が得られる(図表2-4)。アジア経済の高成長持続と円高による悪影響の緩和が相まって、2010年7-9月期以降、日本の輸出は好調を取り戻す公算が大きい。

### (3) 生産能力・人件費調整の目処

日本は再び「失われた10年」に陥るのか?

2010年後半からの景気再加速を見込む第三の根拠は、過剰生産能力・過剰人件費の調整が比較的早期に一巡する可能性が高い点である。先述のように、現下の日本経済では過剰生産能力・過剰人件費を抱える企業がその調整を進めているため、景気回復の内需への波及が阻害されている。一部には、こうした状況を1990年代の日本の経験と重ね合わせる向きもある。即ち、過剰生産能力・過剰人件費の存在が長期間に亘り景気の重石になるとの見方である。しかし、1990年代と現下の日本経済では、住宅バブルとその崩壊を経験したか否かという点で大きな違いがある。

(図表 3-1) 二つの景気拡大局面における人件費・生産能力・在庫の推移



(注) 1.横軸は景気の谷を始期 (= 0) とし、四半期刻みで表示。  
 2.縦軸は景気の谷における各計数の水準を = 100 として指数化。  
 (出所) 経済産業省、財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

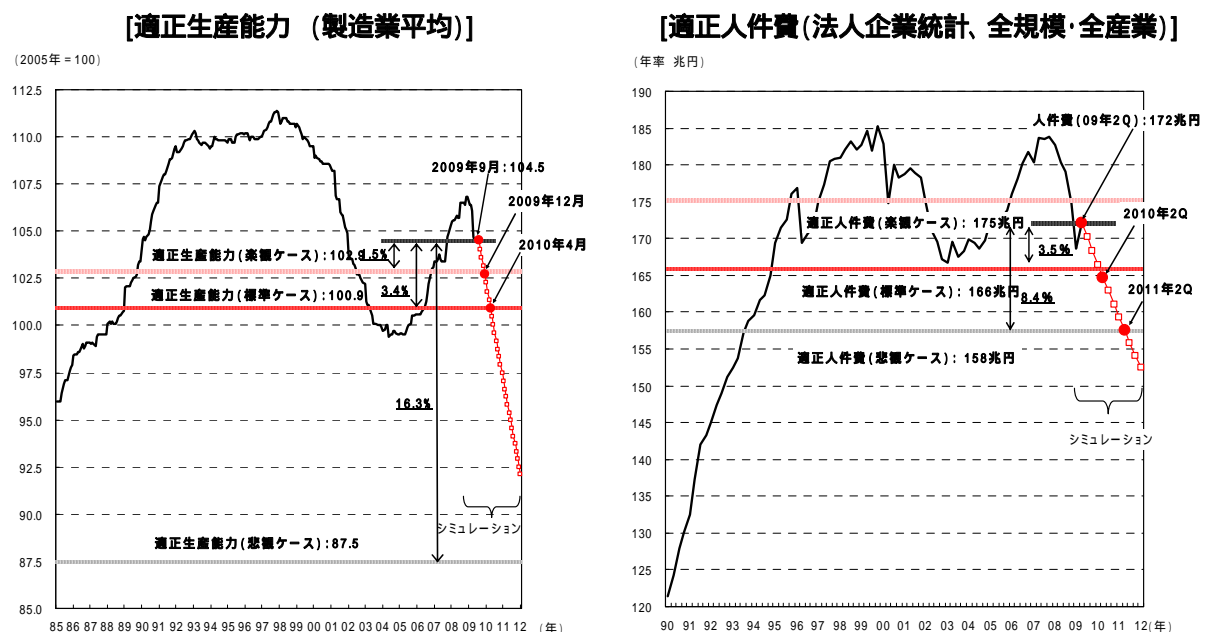
2002 年からの景気拡大局面での企業行動は慎重

バブルを経験しなかった2002年以降の景気拡大局面では、1980年代後半に比べ生産設備・雇用の積み増しが緩やかであった。結果として、景気後退期に入った後にこうしたストックを調整する余地も小さいと考えられる(図表3-1)。

生産能力・人件費調整  
一巡の目処を推計

具体的な推計を行うと、2009年8月時点の生産能力は、適正生産能力（標準ケース）に比べて3.4%過大となっている。2009年1月以降、企業は月当たり0.4%程度ずつ生産能力水準を切り下げているが、このペースでの調整が今後も続くと仮定すると、生産能力が適正水準に達するのは2010年4月と計算される。人件費についても同様の試算を行ったところ、直近2009年4-6月の水準は、適正人件費（標準ケース）に比べて3.5%過大、直近までの調整速度が持続するとの仮定を置くと、人件費が適正水準に達するのは2010年4-6月期、との結果が得られた（図表3-2）。生産能力・人件費調整が一巡し、生産能力の縮小・人件費減少に歯止めがかかるのは、ともに2010年4-6月期と考えられる。2010年後半以降は、調整に伴う設備投資・家計所得抑制圧力が緩和される可能性が高い。

（図表3-2）適正生産能力・人件費の推計



(注) 1. 適正生産能力・適正人件費は野村證券金融経済研究所による推計値。短観設備判断DIを稼働率指数・売上高人件費比率で回帰し、企業の設備過剰感・雇用過剰感がなくなる場合の水準を計算。これに生産の想定値を乗じることで、適正値を計算した。鉱工業生産の想定は、「楽観ケース」(10年度: +12.3%、11年度: +7.3%)、「標準ケース」(10年度: +8.8%、11年度: +9.2%)、「悲観ケース」(10年度: +2.9%、11年度: 0.0%)とした。  
2. 生産能力のシミュレーションでは月平均-0.4%のペースで生産能力の調整が行われると仮定した。  
3. 人件費のシミュレーションでは直近のピークから2009年4-6月期までの人件費変化率(四半期平均、前期比-1.1%)が今後も継続すると仮定した。  
(出所) 内閣府、日本銀行、財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(4) ストック調整一巡後の景気パターン

2010年後半には、ストック調整の一巡と、輸出加速が重なる形に

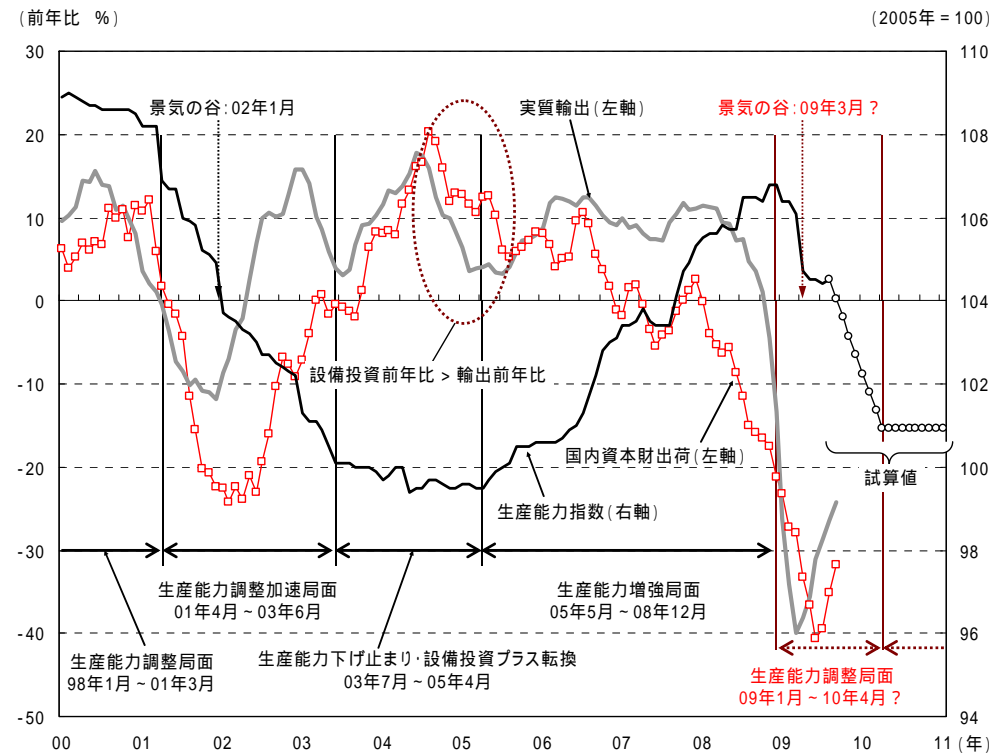
以上のように我々の分析・予想では、2010年後半に生産能力・人件費調整の一巡と、輸出の再加速が重なることになる。この場合の景気回復は、2009年4-6月期以降のような、輸出に多くを依存した景気持ち直し局面とは異なる様相を呈すると予想される。

2002年からの景気拡大局面との類似性

生産能力・人件費調整が一巡した後の景気回復パターンを見通す上で、参考になると考えられるのが、2002年1月を谷とする先般の景気拡大局面である。当時の状況は、海外でのバブル崩壊に伴う輸出・生産の急落後、輸

出の力強いリバウンドに牽引される形で景気拡大局面入りした点、景気拡大の初期は生産能力・人件費の調整が続き、内需の拡大が伴わなかった点で現在の局面と似通っている。また、2003年初頭から半ばにかけて内需の盛り上がりが見られないまま輸出が減速に転じ、景気の腰折れが懸念された点、その後輸出が短期間で再加速に転じると共に、生産能力・人件費調整が一巡した点は、我々が予想する2009年末から2010年半ばの日本経済の姿に非常に近い(図表4-1、4-2)。

(図表4-1) 過去の生産能力調整局面と輸出・設備投資の動き

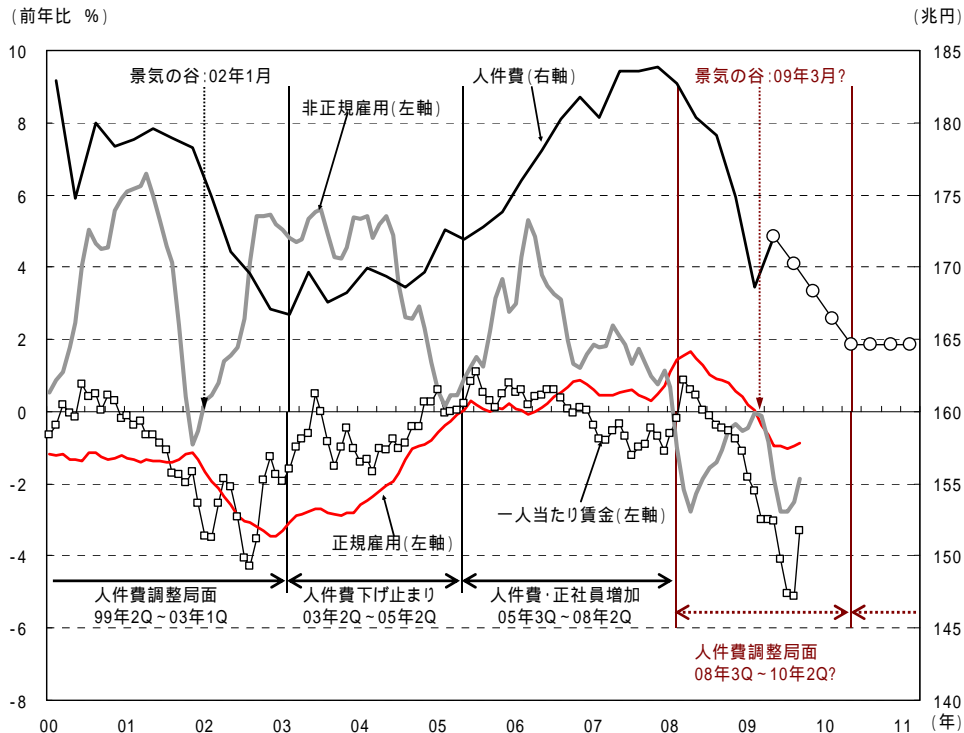


(注) 1.生産能力指数は、鉱工業指数ベース、製造業の値。  
 2.国内資本財出荷は輸送機械を除く。  
 3.実質輸出は日本銀行公表の値。  
 4.生産能力指数の2009年9月以降は野村証券金融経済研究所による試算値。  
 (出所) 日本銀行、経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

2002年からの景気拡大局面の特徴

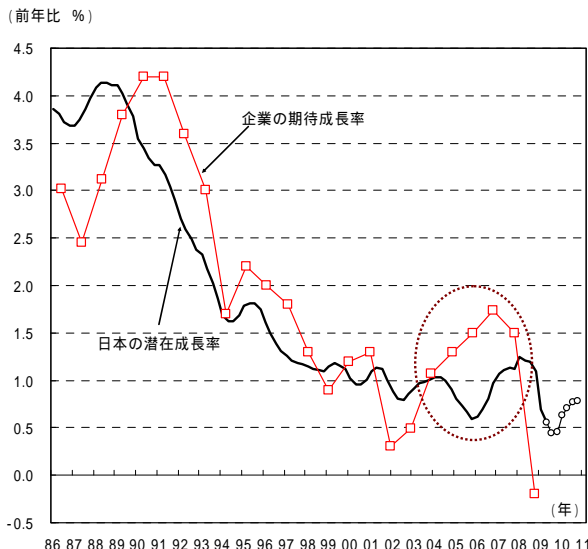
この類似性を踏まえ、2003年半ばに輸出再拡大、生産能力・人件費調整一巡が実現された後の動向を整理すると、<1>2003年半ばに下げ止まった生産能力・人件費は、速やかに増加に転じるのではなく、2005年まで横ばい圏で推移した(図表4-1、4-2)、<2>生産能力が下げ止まった2003年半ばから設備投資は速やかに前年比プラスとなり、特に2004年後半~2005年後半にかけては設備投資の伸びが輸出の伸びを上回った(図表4-1)、<3>対照的に、人件費が下げ止まった後も賃金及び正社員雇用の明確な持ち直しはしばらく見られず(雇用拡大の中心は専ら非正規雇用)、両者の前年比伸び率がプラスに転じたのは、人件費が増加を始めた2005年後半以降であった(図表4-2)といった興味深い特徴が見出せる。

(図表 4-2) 過去の人件費調整局面と雇用・賃金の動き



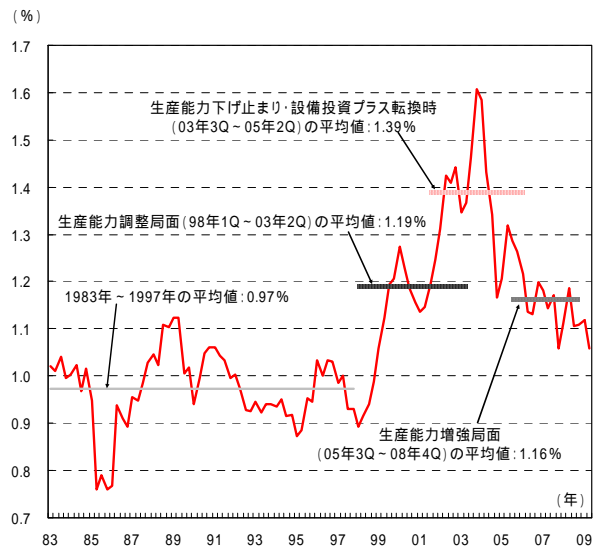
(注)1.人件費は法人企業統計、全規模・全産業の値。野村証券金融経済研究所が独自に季節調整。  
 2.正規雇用は毎月勤労統計の一般労働者数。  
 3.非正規雇用は労働力調査の雇用者数から毎月勤労統計の一般労働者数を差し引いたもの。  
 4.一人当たり賃金は残業代・ボーナスを含むベース。  
 5.人件費の2009年7-9月期以降は野村証券金融経済研究所による試算値。人件費が下げ止まるのは2010年4-6月期と想定。  
 (出所)財務省、総務省、厚生労働省資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 4-3) 企業の期待成長率と潜在成長率



(注)1.企業の期待成長率は、「企業行動に関するアンケート調査」における実質業界需要の成長率見通し(向こう3年間)。  
 2.期待成長率の値は、各年1-3月期時点で調査されたもの。  
 3.潜在成長率はOECDによる推計値。2009年7-9月期以降はOECDの予測値。  
 (出所)内閣府、OECD資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 4-4) 製造業の設備除却率



(注)1 四半期あたり、総資本ストックの何%が除却されたかを示す。  
 2.4 四半期後方移動平均値。  
 (出所)内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

企業の成長期待はすく  
には改善しない

景気が再拡大に転じた当初は、企業が回復の持続性に自信を持たず、生産能力や人件費（雇用）の積み増しに対し慎重なスタンスを維持したことが<1>の背景と考えられる。実際、企業が景気の先行きに対する期待（期待成長率）を明確に好転させたのは2004年に入ってから、景気実勢と比べて強気の見通しを持つに至った（企業の期待成長率が潜在成長率を上回った）のは2005年以降である（図表4-3）。今後、我々のシナリオ通り、2010年前半で生産能力・人件費の調整が一巡するとしても、これらが積極的に積み増される状況に至るには、しばらく時間を要する可能性が示唆される。

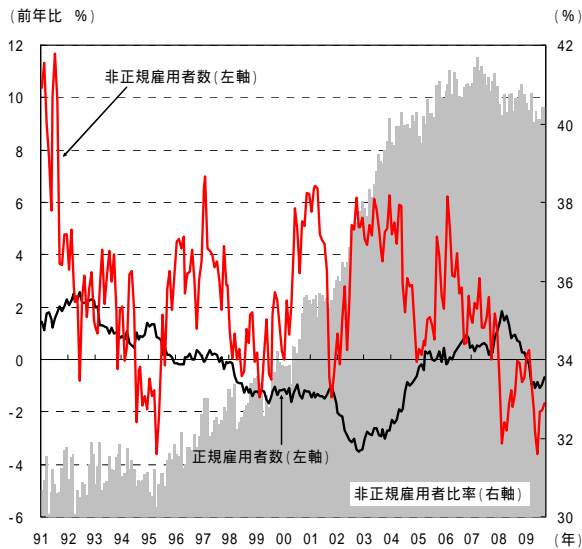
先送りされた更新投資  
が実施される可能性

生産能力調整が一巡した後、速やかに設備投資の伸びがプラスに転じたのは、調整を進める中で先送りされた更新投資が積極的に行われたためと考えられる。製造業の設備除却率を見ると、生産能力が横ばい圏で推移した2003年7-9月期～2005年4-6月期に高水準を記録していることが確認できる（図表4-4）。生産能力の調整を進めていた時期よりも、能力調整一巡後に設備除却率が一段高い水準となっていることは、積極的に更新投資が行われた可能性を示すものと捉えられる。

雇用持ち直しの初期段  
階は非正規雇用が中心

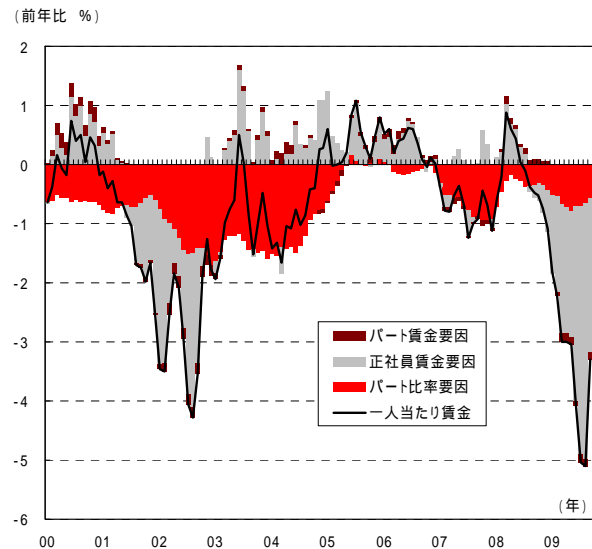
人件費調整が一巡した2003年4-6月期から2005年4-6月期までの間、非正規雇用者数が前年比大幅プラスで推移する一方、正規雇用者数はマイナス基調を辿った（図表4-5）。人件費水準の低い非正規雇用中心の雇用拡大は、一人当たり賃金の下押し要因となる。実際この間、一人当たり賃金の伸びは、非正規雇用比率の上昇によって抑制される形となっていたことが確認できる（図表4-6）。雇用・賃金の双方が前年比プラスに転じたのは、正規雇用が増加を始めた2005年後半以降であった。

（図表4-5） 正規雇用者数と非正規雇用者数の推移



(注) 1. 正規雇用者数は毎月勤労統計における一般労働者数。  
2. 非正規雇用者は、労働力調査ベースの雇用者数から毎月勤労統計ベースの一般労働者数を差し引いたもの。  
3. 非正規雇用者比率は非正規雇用者数を雇用者数で割ったもの。  
(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4-6） 一人当たり賃金の要因分解



(出所) 厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

今後の景気パターンへの示唆

以上を踏まえると、2010年4-6月期に生産能力・人件費調整が終焉を迎えた後の景気パターンに関しては、<1>2010年半ば以降の間は、生産能力・人件費・在庫が横ばい圏で推移する、<2>この間、更新投資を中心に設備投資は大幅増加に転じる、<3>雇用拡大は非正規雇用中心となるため、一人当たり賃金は減少基調を継続、家計所得の持続的な増加は実現されない、<4>能力増強投資、正社員雇用拡大・賃金上昇、在庫積増しが生じ、日本経済が本格回復軌道を迎えるのは、生産能力・人件費調整の一巡から更に1~2年が経過し、企業の成長期待が持続的に高まった後である、といった予想を立てることができる。

(図表 4-7) 2002年からの景気拡大局面と、今般の局面の比較

	2002年4-6月期からの景気拡大局面	2009年4-6月期からの景気拡大局面
先立つ景気悪化	01年1-3月期～02年1-3月期 (ITバブル崩壊に伴う輸出・生産急減)	08年1-3月期～09年1-3月期 (世界的な住宅ブーム崩壊に伴う輸出・生産急減)
景気回復初期	02年4-6月期～02年10-12月期 (輸出・生産急回復、生産能力・人件費調整継続)	09年4-6月期～09年10-12月期 (輸出・生産急回復、生産能力・人件費調整継続)
景気の雨り場	03年1-3月期～03年4-6月期 (輸出回復一服、生産能力・人件費調整継続)	10年1-3月期～10年4-6月期 (輸出回復一服、生産能力・人件費調整継続)
景気再加速	03年7-9月期～05年1-3月期 (輸出再加速、生産能力・人件費調整一巡、更新投資を中心に設備投資回復)	10年7-9月期～11年半ば?
景気本格回復	05年4-6月期～07年10-12月期 (生産能力・人件費・在庫積み増し、設備投資・家計所得回復)	11年後半以降?
輸出環境	欧米経済の好調による輸出ブーム	欧米経済低調・アジア経済好調
物価	デフレ	デフレ
金融政策	緩和的・非伝統的政策	緩和的・非伝統的政策
政治	小泉構造改革	民主党政権
財政	緊縮的	緩和的
為替	円高 円安	円高 円安?
原油価格	上昇基調	上昇基調

(注)2009年4-6月期からの景気拡大局面に関しては野村證券金融経済研究所の景気見通しに基づいている。  
(出所)野村證券金融経済研究所

## (5) 一連の政策による消費押し上げ効果

実質民間最終消費支出は2四半期連続で前期比プラスに

7-9月期の実質民間最終消費支出は前期比+0.7%となり、4-6月期の同+1.0%に続き、2四半期連続で比較的高いプラス成長を記録した。厳しい雇用環境下での個人消費の堅調推移は、政策効果によるところが大きいと思われる。4-6月期の大幅な伸びは、定額給付金の効果であると推測される。

エコ関連消費が個人消費を押し上げ

7-9月期は定額給付金の効果が低減する中で、エコポイント制度、エコカー購入補助制度などの消費刺激策が奏功したようだ。具体的にはエコポイント対象家電の中では、特に地上波デジタル対応テレビへの支出が伸びており、7-9月期には実質家計消費(家計調査ベース)を前年同月比で+0.79%ポイント押し上げた(図表 5-1)。エコポイント制度の申請状況からエコポイント関連家電の購入額を推定すると、9月30日時点で約3,400億円(対名目民間最終消費支出7-9月期年率比0.12%)、10月31日時点で約4,800億円(同0.17%)となった(図表 5-2)。一方、乗用車販売台数も、年初は前年比-20%程度と低迷していたが、8月以降は3カ月連続で前年実績を上

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

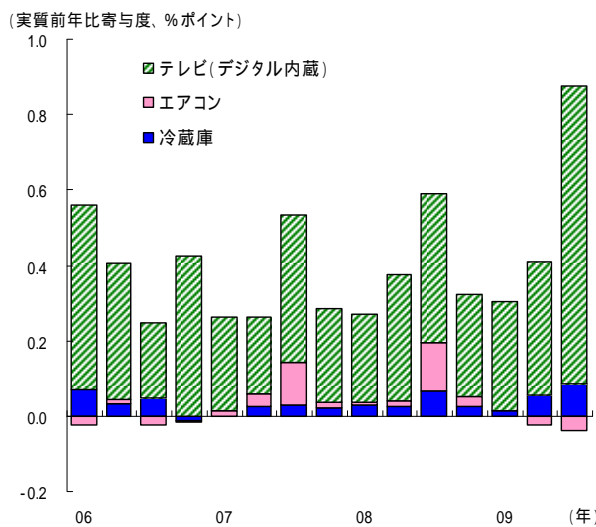
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の業績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、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

回って推移している。エコカー購入補助制度を利用した乗用車購入額を推定すると、9月28日時点で約1兆円(同0.35%)、11月6日時点では約1.5兆円(同0.52%)と増加を続けている。10-12月期もエコポイント制度及びエコカー購入補助制度による消費押し上げ効果が期待できよう。

予算消化率はなお低く、予算の払底による制度打ち切りなどはない見通し

各制度の予算消化率を見ると、エコポイント制度は10月31日時点で22.5%、エコカー購入補助制度は11月6日時点で約35.6%と低く、自公前政権の想定ほどには制度利用は進まなかった模様である。欧米では予算の払底により自動車購入補助が年半ばで打ち切られる事態が起こったが、日本の予算は依然として潤沢に確保されていると考えてよからう。

(図表 5-1) エコポイント関連家電購入額の消費への寄与度



(注)家計の家電への支出額は「家計消費状況調査」の数値、全体の家計支出は「家計調査」の数値を使用。  
(出所)総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 5-2) エコ関連消費支出の推定額

	エコポイント対象家電 (10月31日時点)	エコカー (11月6日時点)
申請受付額(億円)	662	1,317
予算消化率(%)	22.5	35.6
推定購入額(億円)	4,843	15,006
対名目民間最終消費支出(%)	0.17	0.52

(注)1.エコポイント対象家電は、テレビ、エアコン、冷蔵庫。  
2.エコポイント制度は2009年5月15日から、エコカー購入補助制度は2009年4月10日より開始され、ともに2010年3月末まで実施される予定。  
3.エコポイント制度の予算は2946億円、エコカー補助制度の予算は3,702億円。  
4.エコポイント制度は個人申請、エコカー購入補助制度は自家用車両のみを試算、法人申請分、事業用車両分も予算の対象となるが、それぞれの占める割合はわずかであるため、ここでは試算対象から除外した。  
5.申請件数、交付件数、支給額、各商品の購入単価等を基にした推定。  
(出所)経済産業省、総務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

2010年4-6月期以降は、民主政権の新政策が消費押し上げの主役になる

エコ関連政策は2010年1-3月期で終了する予定(ただし、制度継続の話も出ている)であり、制度終了後は消費の反動減をもたらす可能性が高い。しかし、民主党政権は「国民の生活が第一」というスローガンを掲げ、家計の所得増につながる数々の政策を実施する旨を明らかにしている。そこで、家計所得に直接的に影響を与える政策について、消費押し上げ効果の推定を試みた(試算前提の詳細については、図表5-3を参照)。

2010年4-6月期はエコ関連政策終了の反動減が懸念されるが、7-9月期以降は消費押し上げ政策の効果が見込める

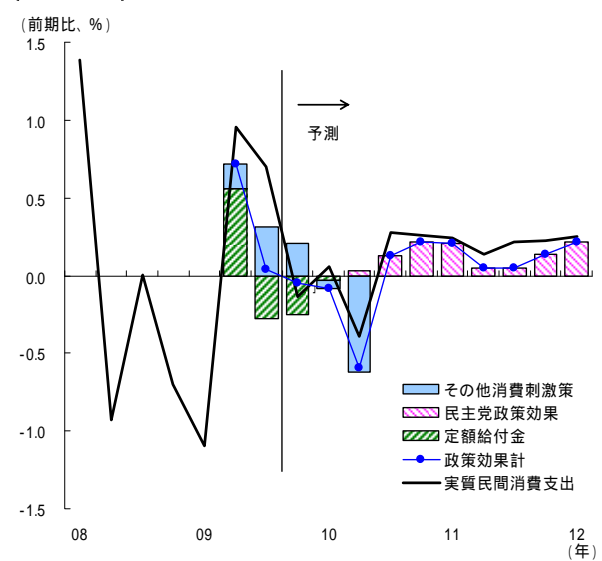
民主党政権の新政策は、2010年4-6月期に開始されるものが多い。新政策の施行当初は大きな効果が見込み難いこと、エコ関連制度終了の反動減が想定されることなどから、4-6月期の個人消費は一旦下振れる可能性が高い(図表5-4)。政策効果が本格的に発現し、個人消費の増加に寄与するのは7-9月期以降となろう。ただし、2011年からは所得税の配偶者控除及び扶養控除の廃止が家計所得を減少させるため、消費押し上げ効果はやや弱まる見込みだ。また、ガソリン税などの暫定税率は2010年4月に廃止され、減税効果を発揮すると仮定しているが、環境税等が新しく導入される場合には、消費押し上げ効果はやや低下することになる。

(図表 5-3) 政策効果の試算における仮定

民主党による消費刺激関連政策	
子ども手当	2010年4月分から2011年3月分まで半額支給 2011年4月分から全額支給
児童手当	2010年3月分まで支給し、その後は廃止
公立高校実質無償化	2010年度から実施
所得税の配偶者控除 および扶養控除	2011暦年から廃止
公務員の人件費削減	2010年度から徐々に開始し、2013年度に達成
暫定税率の廃止	ガソリン税などの暫定税率は2010年4月から廃止。個人減税分と法人減税分に分離できないため、ここでは全額計上している
農業の戸別所得保障	2011年度から開始
高速道路の無料化	個人利用分と商用利用分の分離が困難なことや、実施スケジュールが明確でないことなどから、試算には含めていない
その他消費刺激策	
エコポイント制度	双方ともに当初予定通り2010年3月末で終了することを前提としている
エコカー購入補助制度	

(出所) 経済産業省、総務省、内閣府、民主党マニフェスト資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 5-4) 家計関連政策の消費押し上げ効果



(出所) 経済産業省、総務省、内閣府、民主党マニフェスト資料より野村證券金融経済研究所作成

最低賃金の引き上げが急激かつ早期に行われる可能性は現時点では低い

民主党がマニフェストに掲げる独自策のうち、企業行動や業績に対する影響が注目されている政策として、「最低賃金の引き上げ」や「製造業務への労働者派遣の原則禁止」などの雇用関連政策がある。最低賃金の引き上げについては、マニフェストでは「全ての労働者に適用される『全国最低賃金(時給 800 円を想定)』を設定し、景気状況に配慮しつつ最低賃金の全国平均 1000 円を目指す」とされている。現状の全国平均最低賃金が時給 713 円であり民主党政権の目標値との隔たりが大きいことや、経済情勢がなお厳しいことなどを勘案すると、最低賃金の引き上げは従来通り漸進的に進められ、急激な引き上げが早期に行われる可能性は現時点では低いと見ている。

製造業務への労働者派遣の原則禁止もしばらく先か

また、製造業務への労働者派遣の原則禁止については、専門的な資格や技能を有する労働者について新たな専門職制度を設けた上で実施するとされている。この「専門職」に関する議論は未だ煮詰まっておらず、実際に法律が施行されるまでの所要期間等を勘案すると、製造業務への労働者派遣禁止が実現されるのはしばらく先のこととなる。

以上の諸点を勘案して、今回の見直し改訂に際しては、これら雇用関連政策の影響は明示的には織り込んでいない。

## (6) 厳しい状況が続く日本の財政

2年連続で国債発行額が税込を上回り、40兆円以上になる可能性

金融市場の一部、特に海外投資家・メディアの間では日本の財政悪化懸念がにわかに台頭し、長期金利急騰に対する警戒感が高まっている模様だ。鳩山首相は、「国債の発行額を極力抑えたい」という趣旨の発言をしている



が、以下に詳述するように、我々は一般会計ベースでみて、2009年度、2010年度と2年連続で新規国債発行額が税収を上回り、40兆円以上になる可能性が高いと予測している。

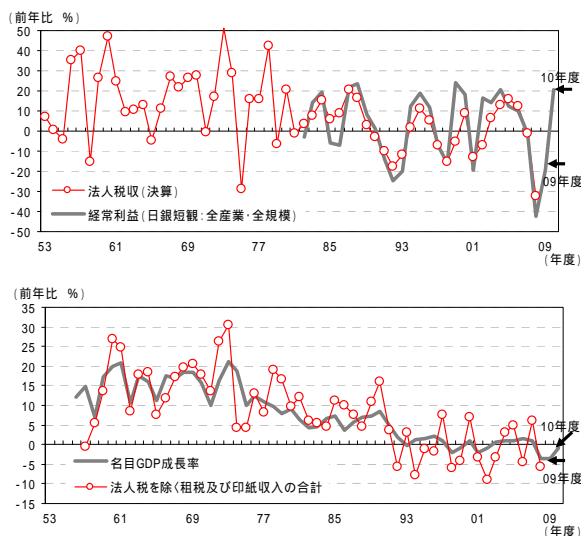
追加経済対策の一部凍結により、国債発行額圧縮が見込まれたが・・・

2009年度一般会計の状況を見ると、自公前政権の下で4月に策定された国費約15兆円の追加経済対策により、同歳出規模は当初予算の88.5兆円から102.5兆円まで急拡大した。ただし、9月に誕生した民主党政権は緊急性や実効性が乏しい追加経済対策の一部を凍結（補正予算の2.9兆円分）し、予算規模を縮小させている。追加経済対策の一部凍結を踏まえれば、補正予算編成時点で見込まれた国債発行額44.1兆円は41.2兆円まで圧縮されることになる。しかしながら、一連の報道では、政府内に「雇用、環境、景気」を重点分野として位置付け、2009年度2次補正予算の編成に着手する考えがあることや、2次補正予算案の財政出動規模は2.7兆円程度となるとの見方が伝えられており、仮に補正予算の実行が決まった場合、2009年度一般会計の新規国債発行額が増額される可能性もある。

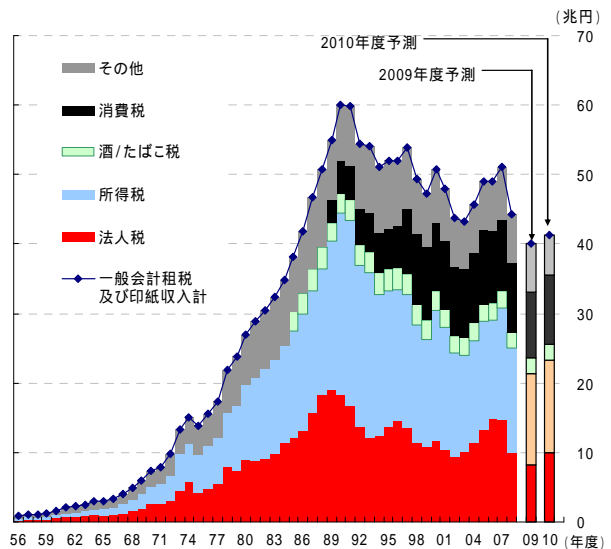
税収の落ち込みにより2009年度の国債発行額は50兆円程度まで拡大

2009年度は企業業績が大幅に悪化した影響から、法人税収は2008年度に比べ減少することがほぼ確実視される。法人税収の落ち込みを所得税や消費税収によって相殺することも期待し難く、税収は2009年度当初予算の46.4兆円から30兆円台後半まで落ち込むと見る向きもある。我々は、法人税収は当初予算の10.5兆円に対して8.2兆円程度まで落ち込み、全体の税収は40.1兆円程度になると予想している（図表6-1、6-2）。我々の予想通りとなれば、2009年度の新規国債発行額は50兆円程度まで拡大すると試算される（図表6-3）。

（図表6-1） 税収(租税及び印紙収入)の推移



（図表6-2） 一般会計における税収(決算)の推移



(注) 1.経常利益(日銀短観)の09年度値は9月調査時点、10年度値は鉱工業生産指数を用いた試算値。名目GDP成長率は09～10年度は野村証券金融経済研究所の予測値。  
2.税収は決算ベース(～08年度)。  
(出所)財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

(出所)財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

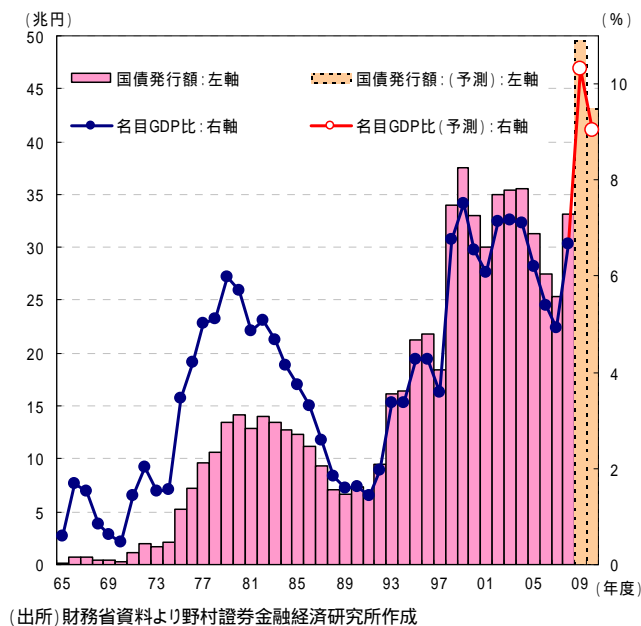
2010年度当初予算の概算要求は一般会計総額が過去最高の95兆円

2010年度の財政状況に目を転じると、現時点では、民主党政権は来年度予算の全容を明示していない。概算要求時点では、政府が子ども手当などのマニフェストに掲げた政策を盛り込んだことで、2010年度当初予算の一般会計総額は過去最高の95兆円となった。これは2009年度当初予算88.5兆円を6.5兆円上回る金額である。民主党は行政刷新会議による「事業仕分」によって3兆円超の削減を目指しており、最終的には概算要求額に比べ予算規模は削減され、2010年度一般会計歳出総額は92兆円程度になると見込まれる。

暫定税率廃止により、2010年度一般会計の税収は1.6兆円程度低下、国債発行額は43兆円程度に

2010年度の税収は、企業業績が改善することで法人税を中心に改善が見込まれる(図表6-1)。ただし、民主党はマニフェストにおいて2010年度に暫定税率を廃止することを明言している。暫定税率廃止により、一般会計の税収は1.6兆円程度(全体で約2.5兆円、残りは地方予算分)低下すると見込まれる。最終的な税収は12月11日に予定されている「2010年度税制改正大綱」の公表を待つ必要があるが、現時点では2010年度税収は41.3兆円になる見込みだ(図表6-2)。この場合、2010年度の新規国債発行額は43兆円程度と、40兆円を上回ることになる(図表6-3)。

(図表6-3) 一般会計:国債発行額(決算)の推移



債券市場の動向に注目

以上のように、日本の財政状況は当面、厳しい状況が続くと予想される。現時点で民主党政権は、マニフェストに掲げた政策の実行を重視し、景気動向次第では追加策の実施も辞さない構えだ。マニフェストや各閣僚の発言を見る限り、民主党は財政再建路線へと本格的に転じるタイミングとして、4年後の次回総選挙前後を想定している模様である。足下では長期金利の上昇傾向は一旦沈静化したように見受けられる。ただし、上記のような状況に鑑みれば、市場の長期金利急騰懸念が完全に払拭されることは難しく、しばらくは債券市場のボラティリティが高まる可能性は残るものと思われる。

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、経済全般の業績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されています。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただ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。

(7) デフレの定着を認めた日本銀行

日銀はデフレ局面入り  
を正式に示した

日本銀行（以下、日銀）は10月30日に半年に一度の『経済・物価情勢の展望』（通称、『展望レポート』）を発表した。同レポートで日銀は、2011年度にかけて成長率の上昇を見込む一方、物価については3年連続の下落を予想しており、「デフレ下での景気回復」という姿を示した（図表7-1）。政府はデフレの定義を「物価下落が2年以上継続している状態」としている点を踏まえ、日銀は今回の展望レポートで、日本経済が再びデフレに陥ったという見通しを初めて正式に示したことになるだろう。

ただし、追加緩和策に  
関しては消極的な模様

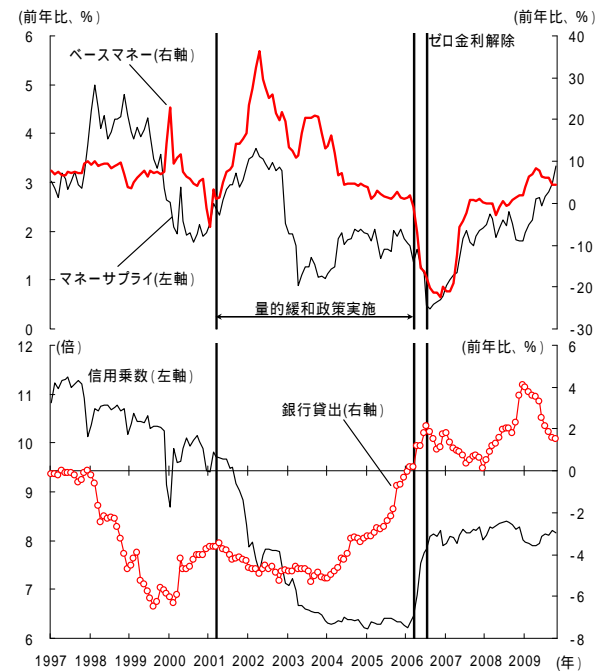
我々の消費者物価見通し（除く生鮮食品）は、2009年度が前年比-1.5%、2010年度、2011年度はそれぞれ同-1.2%、同-0.2%であり、日銀の物価見通しに関しては大きな違和感はない。むしろ違和感が大きいのは、日銀が「デフレの定着」を正式に認めながらも、追加緩和策の実施に関して消極的に見える点だ。言うまでもなく、中央銀行に課された使命は「物価安定」であり、日銀も例外ではない。この「物価安定」は「インフレ抑制」だけではなく、「デフレ解消」も含まれると解釈されるのが自然であろう。

(図表 7-1) 展望レポートにおける  
「政策委員の大勢見通し」

	実質GDP	国内企業 物価指数	消費者物価 指数(除く 生鮮食品)
09年度	-3.3 ~ -3.2 < -3.2 >	-5.3 ~ -5.0 < -5.2 >	-1.5 ~ -1.5 < -1.5 >
09年7月時点の 見通し	-3.7 ~ -3.0 < -3.4 >	-6.0 ~ -5.8 < -5.9 >	-1.5 ~ -1.2 < -1.3 >
10年度	+0.8 ~ +1.3 < +1.2 >	-1.5 ~ -1.0 < -1.4 >	-0.9 ~ -0.7 < -0.8 >
09年7月時点の 見通し	+0.6 ~ +1.1 < +1.0 >	-2.1 ~ -1.5 < -2.1 >	-1.2 ~ -0.7 < -1.0 >
11年度	+1.6 ~ +2.4 < +2.1 >	-1.0 ~ -0.3 < -0.7 >	-0.7 ~ -0.4 < -0.4 >

(注)1.値は、前年度比%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。  
2.各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。  
3.「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。  
(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 7-2) 日本の信用創造関連指標



(出所) 日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

追加緩和策の選択肢

日銀の物価見通し及び日銀法に掲げられた理念に基づけば、少なくとも現行の金融緩和策は当面維持、景気動向次第では追加緩和策実施の可能性が残されているとみておきたい。追加緩和策が実施される場合、どのような選択肢が残されているのだろうか。前回の量的緩和期の経験を踏まえれば、当座預金残高目標の設定、時間軸政策の導入、長期国債買入れ額の増額等が選択肢として挙げられる。

当座預金残高目標の設定

前回の当座預金残高目標策の効果に対する事後的評価は、必ずしも芳しいものではなかった。およその共通認識としては「短期金融市場の安定化、時間軸効果の強化には一定の効果を発揮したものの、金融仲介機関の機能不全によりデフレ解消、景気浮揚効果は確認できない」と言ったものであろう。ただし、前回と現下の状況は大きく異なる。傍証としては、ベースマネーの上昇傾向が続く中で信用乗数は安定的に推移している点、銀行貸出が前年比プラス圏で推移しており、金融仲介機能が維持されている点、が挙げられる（図表7-2）。このため、同政策は前回と比べ、景気・物価に対して一定の浮揚効果を発揮し得る可能性がある。

長期国債買入額の増額

金融機関への資金供給強化の観点からは、長期国債買入額の増額も選択肢となろう。日銀は長期国債の保有残高を銀行券の発行残高以下に抑制する、いわゆる「銀行券ルール」を有している。我々の試算では、日銀が今後、月間買入額を2,000～4,000億円程度増額しても、銀行券ルールを遵守することが可能である（図表7-3）。日銀が追加緩和策を積極化させるケースでは、これらの政策に加え、時間軸政策を合わせて導入することも可能だ。

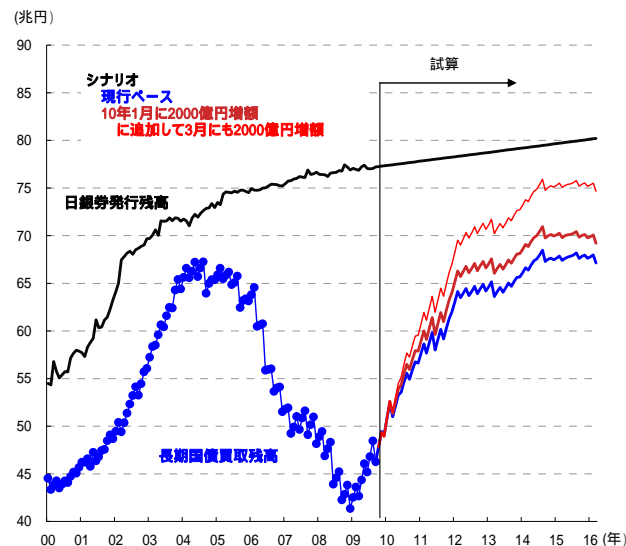
為替介入資金の非不胎化

我々は1ドル＝80円台半ば近辺まで円高が進行すれば、日本政府による円売り・ドル買い介入が実施される可能性が高いと予想している。この場合、日銀は介入資金を非不胎化することで、追加策の発動を明示せずに緩和効果を生じさせる選択肢もある。実際、前回の量的緩和策導入時にも、為替介入との協調性を意識した金融政策運営が実施されていた様子が窺われる。

追加対策実施の可能性は依然として残存

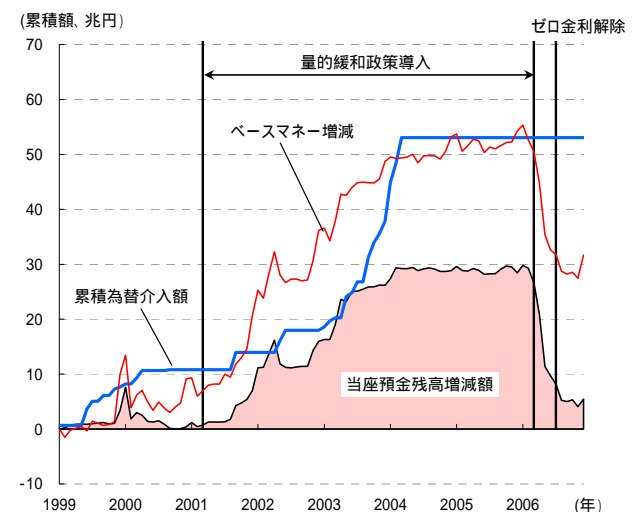
現時点で、根拠を持って追加策を予想することは難しい。政府は景気の2番底懸念を背景に、日銀にも政策対応を望む旨を表明している。我々は、早ければ、来年早々にも追加策が実施される可能性があると考えている。

（図表7-3）長期国債買入額のシミュレーション



(注) 1. ケース分けは以下の通り。 現行の買入額維持、10年1月に2000億円引き上げ、10年1月、3月にそれぞれ2000億円ずつ引き上げ。  
2. 日銀券発行残高は現預金比率を直近1年平均で一定とし、野村證券金融経済研究所のマネーサプライ見通しを用いて試算。  
(出所) 日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表7-4）為替介入と量的緩和政策



(注) 金額は1999年1月以降の累積額。  
(出所) 日本銀行、財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

## 緩やかな成長への助走

米国の2009年7-9月期の実質GDP成長率は前期比プラスに浮上したものの、回復のペースはこの先2011年を通じてごく緩慢なものとなりそうだ。

### 景気動向

2009年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率で+3.5%となった。新車買替え支援策、在庫調整ペースの鈍化、住宅投資が5年ぶりに増加に転じたことが寄与した。企業は2009年上期に過去最大規模の在庫削減を実施し、ここに来て需要を満たすため増産へ軸足を移しているようだ。しかし、在庫調整の一巡と積み増しに伴う成長率の高まりが今後も持続するためには、このところ堅調な裁量的消費支出の勢いが今後も続く必要がある。景気回復に必要な消費需要復活に向けて雇用市場に大きな期待がかかっている。住宅市場では販売件数や新規建設の増加が続いており、回復の様子ははっきりと見て取れるが、住宅価格の回復には季節要因もあると考えられる。全体としては、最近の統計からは、景気は回復軌道にあるものの、消費者の債務削減の動き、商業用不動産に関する巨額損失、政府の緊急支援策の解除など、金融危機がもたらした影響が2011年を通じて成長の重石となりそうだ。

### 物価動向

高い失業率と過去最低水準の設備稼働率はコアの消費者物価(CPI)上昇率の緩やかな低下につながった。我々は、こうした経済の余剰生産能力は当分の間解消しないとみている。米国経済は再び潜在成長率を実現しても、生産能力を直ちに吸収するほどの勢いにはならないからだ。我々は、失業率は2011年末になっても8.3%で高止まりすると予想している。そのため、コアの消費者物価上昇率は向こう2年間、着実に低下基調を辿りそうだ。

### 財政・金融政策

連邦公開市場委員会(FOMC)は引き続き余剰生産能力とインフレの下振れリスクに注目しているため、プラス成長が数四半期続くのを待ってから利上げに踏み切る可能性が高い。短期流動性供給措置を利用した借入が減少しており、信用緩和からの脱却が順調に進んでいることがうかがえる。ただし、本格的な政策引き締めはまだかなり先になるだろう。我々は連邦準備制度理事会(FRB)の資産購入プログラムの終了は現在の予定通り10年1-3月期になるとみている。財政刺激策によって個人所得が押し上げられ、その結果、連邦・地方予算の削減額はやや抑えられるだろう。大型インフラ関連プログラムは10年には景気を下支えしよう。

### リスク要因

失業率が上昇すれば、予想されている住宅市場や個人消費の回復は実現しない可能性がある。さらに、長期インフレ期待が後退、あるいは潜在成長力が底堅く推移すれば、現時点の我々の想定を超える深刻なデフレ問題に発展する可能性もある。商業用不動産の不良債権問題も中小銀行の融資活動を抑制し、投資の回復をさらに妨げる要因になる可能性がある。

## 米国経済見通し要約表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009年	2010年	2011年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	-6.4	-0.7	3.5	2.8	3.0	2.7	2.7	2.5	-2.4	2.7	2.5
個人消費	0.6	-0.9	3.4	1.7	2.4	1.8	1.8	1.8	-0.5	1.9	1.8
非住宅固定資本形成	-39.2	-9.6	-2.5	-2.4	-1.9	1.1	3.1	5.2	-17.8	-1.0	5.7
住宅投資	-38.2	-23.2	23.3	22.7	13.4	16.8	13.4	6.9	-19.2	13.7	8.2
政府支出	-2.6	6.7	2.3	0.4	0.8	1.3	0.7	0.8	1.9	1.4	-0.1
輸出(財・サービス)	-29.9	-4.1	14.7	6.6	9.0	5.2	7.4	7.2	-10.8	7.3	6.7
輸入(財・サービス)	-36.4	-14.7	16.3	10.4	7.3	4.3	6.1	4.4	-14.6	6.5	4.1
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	-6.7	-1.0	3.2	1.6	2.0	2.1	2.0	2.1	-2.7	1.9	2.0
在庫投資	-2.4	-1.4	0.9	1.9	1.0	0.6	0.7	0.2	-0.7	0.9	0.3
純輸出	2.6	1.7	-0.5	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.2	1.0	-0.1	0.2
失業率(%)	8.1	9.2	9.6	10.3	10.4	10.3	10.1	9.8	9.3	10.2	9.3
非農業部門雇員数 (前期差、1,000人)	-691	-428	-256	-117	75	150	217	250	-373	173	238
住宅着工件数(季節調整済 年率、1,000戸)	528	540	590	635	686	749	772	786	573	748	862
消費者物価(前年比%)	-0.2	-0.9	-1.6	1.5	2.8	2.6	1.9	1.3	-0.3	2.1	0.9
コア消費者物価	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0	1.7	1.2	0.9
連邦財政収支(対GDP比%)									-9.9	-9.5	-6.3
経常収支(対GDP比%)									-2.8	-3.1	-3.5
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	0.25	0-0.25	0.25	1.00
3カ月物ドルLIBOR金利(%)	1.19	0.60	0.29	0.30	0.30	0.30	0.30	0.45	0.30	0.45	1.20
2年物財務省証券利回り(%)	0.81	1.11	0.95	0.95	1.20	1.25	1.35	1.55	0.95	1.55	2.25
5年物財務省証券利回り(%)	1.67	2.54	2.31	2.45	2.60	2.65	2.75	3.00	2.45	3.00	3.40
10年物財務省証券利回り(%)	2.71	3.53	3.31	3.55	3.70	3.70	3.75	3.90	3.55	3.90	4.20
30年物住宅抵当融資金利(%)	4.85	5.42	5.04	5.10	5.25	5.25	5.25	5.40	5.10	5.40	5.75

(注) 1.金利は期末値。

2.失業率は労働力人口に対する比率。

3.財政収支は年度(前年10月~9月)。

4.太字は実績値、その他は野村予測。

5.2009年11月12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

## 流動性支援策の緩やかな解除

最近の経済成長の勢いは比較的力強い。欧州中央銀行（ECB）は特別流動性支援策の解除に着手している。

### 景気動向

11月13日発表の2009年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と4-6月期の同-0.2%から大幅なプラスに転じ、景気後退からの脱却が正式に確認された。純輸出と政府支出がこれに寄与したようだ。2009年初めは経済の落ち込みに歯止めがかからなかったが、最近はやッチアップ効果が経済活動を一時的に潜在成長率以上に押し上げているようだ。10月の景況感指数発表がこの勢いの持続を示したことから、減速とみている10-12月期実質GDPの野村予想を上回る可能性が出てきた。ただし、ユーロ圏における周辺国の景気低迷も重要な特徴である。その先については、ユーロ圏では、今後数年に亘り概ね潜在成長率を下回る成長が続くと考えられる。信用供給の制約、失業率の上昇、企業のバランスシート調整がユーロ圏経済の重石となりそうだ。

### 物価動向

10月のユーロ圏の消費者物価（HICP、確報値）上昇率は、9月の前年同月比-0.3%から同-0.1%に落ち込み幅が縮小するだろう。この背景には、前年の物価水準の高さと最近のエネルギー価格の上昇（11月の消費者物価指数に完全に反映されよう）があると考えられる。ただし、コアインフレ率は低下し続けるであろう。我々は、HICP上昇率は11月に前年同月比でプラスに転じ、2010年1月には同+1.1%まで急加速すると予想している。HICP上昇率は2010年を通じて前年比+1.2%近辺、2011年は同+1.5%近辺と安定的に推移しそうだ。

### 財政・金融政策

欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁は、11月5日の政策理事会後の声明で、我々の予想通り、12月で1年物資金供給オペを終了する可能性を示唆した。ECBは期間を限定して（時期は2010年4月までで、2010年半ば以降はしないだろう）1年物以外の無制限の資金供給政策を続ける意向を示しており、特別流動性支援策の解除は緩やかに実施されることが予想される。これにより、2010年前半には政策金利による市場金利への抑制が外れる公算が大きく、その後、無制限の資金供給政策が終了し（2010年中頃と想定）、翌日物金利が政策金利を上回る水準まで上昇しよう。その先については、2010年内に利上げ局面に入る可能性もある。財政面では、財政再建に着手している国（スペインは2010年半ばに付加価値税率（VAT）引き上げを予定）と、更なる財政拡大策（フランスとドイツ）を実施する余地があると考えている国の間がかい離が拡大している。

### リスク要因

我々の成長予測を取り巻くリスクは、上振れ、下振れいずれの方向にも均衡しているとみられる。上振れリスクは、2009年10-12月期に在庫積み増しが景気を刺激する効果である。一方、主な下振れリスクとしては、商品価格の予想を上回る回復、ユーロ高、銀行システムの一段の悪化が挙げられる。

## ユーロ圏経済見通し要約表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009年	2010年	2011年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	-9.4	-0.8	1.6	0.4	1.1	1.4	1.1	1.3	-4.0	1.0	1.3
個人消費	-2.1	0.2	-0.4	-0.3	0.4	0.8	0.2	0.5	-1.0	0.2	0.4
固定資本形成	-19.9	-5.8	-2.0	-3.8	-0.6	-0.1	-0.6	0.0	-10.3	-1.6	0.1
政府消費	2.6	2.9	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.0	2.0
輸出(財・サービス)	-31.7	-6.3	13.9	1.5	2.9	3.5	3.1	3.6	-14.1	3.5	3.9
輸入(財・サービス)	-27.6	-11.5	8.2	-1.4	1.0	1.9	1.0	1.9	-12.3	0.8	2.1
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	-5.2	-0.5	-0.3	-0.5	0.5	0.9	0.4	0.7	-2.6	0.0	0.6
在庫投資	-1.8	-2.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1
純輸出	-2.4	2.3	2.1	1.2	0.8	0.7	0.8	0.7	-1.0	1.1	0.8
失業率(%)	8.8	9.3	9.6	10.0	10.3	10.6	10.8	11.0	10.0	11.0	11.2
雇用人報酬(一人当たり、前年比%)	2.5	2.1	0.1	0.1	0.3	1.5	2.5	2.2	1.2	1.6	1.9
労働生産性(前年比%)	-3.7	-3.0	-2.2	-0.1	2.5	2.9	3.1	2.9	-2.3	2.9	2.4
単位労働コスト(前年比%)	6.4	5.2	2.4	0.2	-2.1	-1.4	-0.6	-0.7	3.5	-1.2	-0.4
財政収支(対 GDP 比%)									-6.9	-7.2	-6.6
経常赤字(対 GDP 比%)									-0.7	-0.5	-0.1
消費者物価(HICP、前年比%)	1.0	0.2	-0.4	0.5	1.1	1.0	1.2	1.3	0.3	1.2	1.5
コア HICP	1.6	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	1.2	1.4	1.1	1.2
政策金利(主要リファイナンス金利、%)	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.00	1.25	1.75
3カ月物 Euribor 金利(%)	1.51	1.10	0.72	0.95	1.10	1.10	1.15	1.30	0.95	1.30	1.80
10年物ドイツ国債利回り(%)	2.99	3.38	3.22	3.10	3.20	3.30	3.40	3.50	3.10	3.50	3.75
ドルユーロ為替レート(ドル)	1.33	1.40	1.46	1.55	1.55	1.52	1.50	1.47	1.55	1.47	1.35

(注) 1.金利・為替は期末値。

2.失業率は労働力人口に対する比率。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2009年11月13日現在。

(出所) 欧州委員会統計局、欧州中央銀行(ECB)、トムソン・ロイター・データストリームより/ムラ・インターナショナル plc 作成



## BOE、慎重ながらも楽観的

イングランド銀行（BOE：中央銀行）は11月11日公表の四半期の『インフレーションレポート』で、景気と物価の見通しを上方修正したが、キング総裁の発言は慎重ながらも楽観的なものだった。今回の資産買取りプログラム（APF）拡大が量的緩和の「終わりの始まり」を意味するものという我々の認識に変更はない。

### 景気動向

2009年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は4-6月期の前期比-0.6%から同-0.4%と、予想外のマイナス成長となった。しかし、我々は改定値では上方修正される公算が大きいとみている。より先行性の高い指標（製造業およびサービス業の購買担当者指数）は予想外の強さを示しているからだ。とはいえ、潜在成長率を上回る成長率の回復はもとより、潜在成長率への早期回復も見込めず、大幅なマイナスのGDPギャップ（実際のGDP - 潜在GDP）は暫く続くだろう。かつては民間消費が経済成長の主要な牽引役を担ったが、企業業績が悪化し、家計が債務削減を進めるなか、その低迷は長引きそうだ。

### 物価動向

2009年10月の消費者物価（CPI）上昇率は前年同月比+1.5%と直近の最低水準である9月の同+1.1%から加速した。今後数カ月にかけてはエネルギー価格の前年比効果が、CPIの前年同月比での上昇率を押し上げそうだ。付加価値税（VAT）の軽減措置が2009年12月末で期限切れとなれば、CPI上昇率は2010年1月には前年同月比+2.8%に達し、インフレ目標値の+2.0%を大幅に上回り、BOEの予想よりも若干高い水準になるとみられる。しかしその後は、需給ギャップのマイナス幅が解消しないため、インフレ目標値を下回る水準まで再び鈍化するだろう。

### 財政・金融政策

BOEは11月4～5日開催の金融政策委員会（MPC）で、政策金利の基準金利を0.50%で据え置く一方、APFの規模を250億ポンド拡大して2,000億ポンドにすると発表した。今回のAPFの規模拡大により、資産買取りの期間はさらに3カ月延長されることになるが、BOEは買取りのペースを減速させつつある。加えて、11月の『インフレーションレポート』とキング総裁の記者会見の発言は慎重ながらも楽観的な基調で、着実な景気回復への兆しが引き続きみられ、量的緩和措置の効果が表れているとの認識がうかがえる。最も重要なのは、今回BOEが『インフレーションレポート』で景気と物価の見通しを上方修正したことだ。全体として、ここから我々は、量的緩和の更なる拡大はなく、今回のAPF拡大が量的緩和の「終わりの始まり」となり、量的緩和からの「乳離れ」の開始を意味する、という従来の見方を強めた。それでも、政策金利は2010年8月ごろまで据置きになるとみている。ただし、政策引き締めが早まる可能性は高まったと考えている。

リスク要因 住宅市場と株式市場の改善、ならびに一段の債券安は、上振れリスクである。しかし、銀行セクター、家計の貯蓄行動を巡る不透明感は今後も続きそうだ。

## 英国経済見通し要約表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009年	2010年	2011年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	-9.6	-2.3	-1.5	0.7	0.9	0.7	1.6	1.5	-4.7	0.5	1.8
民間消費	-5.8	-2.4	-1.3	-0.6	1.2	0.8	1.8	1.5	-3.2	0.3	1.9
固定資本形成	-26.2	-19.3	-15.4	-6.6	-3.9	-3.2	0.4	1.2	-16.0	-6.1	3.0
政府消費	0.3	2.4	1.6	1.2	1.6	1.6	1.6	1.2	2.0	1.6	0.9
輸出(財・サービス)	-25.5	-5.5	-3.9	-1.2	1.2	3.2	4.1	4.5	-11.7	0.6	4.5
輸入(財・サービス)	-25.2	-8.4	-5.9	-3.2	-0.4	1.9	3.6	3.8	-13.9	-1.0	4.1
	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
GDPへの寄与度											
国内最終需要	-8.6	-4.5	-3.2	-1.2	0.5	0.4	1.5	1.4	-4.5	-0.5	1.8
在庫投資	-1.6	1.2	1.1	1.4	0.1	0.0	0.0	0.0	-1.2	0.5	0.0
純輸出	0.6	1.0	0.6	0.6	0.4	0.3	0.0	0.1	1.0	0.4	0.0
失業率(%)	7.0	7.8	7.8	9.1	9.4	9.7	10.0	10.2	7.9	9.8	10.1
財政収支(対GDP比)									-12.0	-13.7	-12.7
経常収支(対GDP比)									-1.9	-1.7	-1.7
消費者物価(前年比%)	3.0	2.1	1.5	1.7	2.3	1.9	1.4	1.5	2.1	1.8	1.4
小売物価(前年比%)	-0.1	-1.3	-1.4	-0.8	2.2	2.7	2.2	2.6	-0.9	2.4	3.0
政策金利(基準金利、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.25	0.50	1.25	1.50
10年物国債利回りスプレッド(英-独、%)	3.16	3.68	3.59	4.00	4.10	4.20	4.40	4.60	4.00	4.60	5.00
債券/ユーロ為替レート(ポンド)	0.93	0.86	0.89	0.98	0.99	0.98	0.96	0.93	0.98	0.93	0.85
ドル/ポンド為替レート(ドル)	1.42	1.64	1.63	1.58	1.57	1.55	1.56	1.58	1.58	1.58	1.59

(注) 1.金利・為替は期末値。

2.失業率は労働力人口に対する比率。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2009年11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/ムラ・インターナショナル plc 作成

## 投資ブーム継続の様相

このところの民間部門の投資増加を受け、投資ブームのさらなる持続が見込まれる。

### 景気動向

2009年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.9%と、4-6月期の同+7.9%から加速し、V字型回復の継続を示している。月次経済指標も、幅広い回復の継続を示している。たとえば、10月の製造業購買担当者指数（PMI）は55.2へ一段と上昇し、10月の鉱工業生産も前年同月比+16.1%と9月の同+13.9%から伸びが大きく加速した。10月の小売売上高も名目ベースで前年同月比+16.2%、実質ベースで同+17.5%と加速した。投資ブームは続いており、1~10月の都市部固定資産投資の伸び率は前年同期比+33.1%と高い伸びを維持した。特に、1~10月の不動産投資の伸びが1~9月の前年同期比+17.7%から同+18.9%へ加速し、対内直接投資の伸びは、8月に8カ月ぶりに前年比プラスに転じたのに続き、9月は同+18.9%と大幅に加速した。この基調が持続すれば、今後数四半期にわたり、公共投資に加えて、民間投資も成長の牽引役となろう。

### 物価動向

10月の消費者物価（CPI）上昇率は、前年比効果と最近の消費財価格上昇により、9月の前年同月比-0.8%から同-0.5%へ下落ペースが減速した。CPI上昇率は7月に底打ちした模様で、11月にはプラスに転じると見込まれるが、その後2011年にかけてCPI上昇率の加速は緩やかにとどまろう。製造業は大幅な過剰生産能力を抱えており、労働生産性は急激に上昇していることから、CPI上昇率に歯止めがかかると野村ではみている。

### 財政・金融政策

景気の力強い回復を踏まえ、政府の政策を巡る論調が、成長重視から、成長の押し上げ、経済構造の調整、インフレ期待のバランスを維持することに重点を置く方針に変化した。しかし、我々は、少なくとも2010年3月までは、利上げなどの主要な引き締め策が打ち出されることはない予想している。現に、政府が最近示した景気判断の論調は依然として慎重であり、従来通り、拡張的財政政策と緩和的金融政策を継続する意向を繰り返している。経済成長を巡る懸念が後退し、その一方、CPIインフレのリスクはまだほとんどないなか、政府は、早期金融引き締めによりインフレ抑制を目指すよりも、経済成長の質に重点を置いた政策運営を行っていくだろう。

### リスク要因

過剰流動性がインフレ期待の引き金となる可能性が高く、資産価格が大幅に上昇するリスクが高まっているとみられる。また、2010年には、中国向けの資本流入が拡大するだろう。経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は他の国に比べて極めて良好なため、経済に流動性が一段と追加されそう。また、金融引き締めを余りにも長い間先送りした当局が、景気過熱の兆候を受けて2010年4-6月期に行き過ぎた金融引き締めを行えば、ハードランディングを招くリスクもある。こうした状況が生じる可能性は極めて低いと考えられるが、影響は広範囲にわたることもあり、注目に値しよう。

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。

## 中国経済見通し要約表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009年	2010年	2011年
実質 GDP(前年比%)	6.1	7.9	8.9	11.0	13.0	10.5	9.5	9.0	8.5	10.5	9.8
消費者物価(前年比%)	-0.6	-1.5	-1.2	1.2	2.2	2.7	3.0	2.3	-0.5	2.5	3.5
コア消費者物価(前年比%)	-0.9	-1.2	-1.5	0.1	0.5	0.8	1.2	1.6	-0.6	1.0	2.0
小売売上高(名目、前年比%)	15.0	15.0	15.4	15.3	17.3	18.7	19.3	18.0	15.2	18.3	18.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	28.8	33.5	33.4	35.0	36.0	38.0	30.0	26.0	35.0	30.0	25.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	5.1	9.0	12.4	18.0	22.0	16.3	13.3	12.0	11.2	15.9	14.0
輸出(金額ベース、前年比%)	-19.7	-23.4	-20.3	-8.1	15.5	15.6	9.0	9.5	-18.0	12.0	9.7
輸入(金額ベース、前年比%)	-31.0	-20.5	-11.8	11.3	36.5	21.0	12.3	16.4	-9.5	20.1	15.0
貿易収支(10億米ドル)	62.3	34.8	24.1	59.0	33.3	27.2	33.0	46.1	195	140	90
経常収支(対GDP比%)									7.2	5.0	3.5
財政収支(対GDP比%)									-3.9	-3.5	-2.5
1年物貸出基準金利(%)	5.31	5.31	5.31	5.31	5.58	5.85	6.12	6.12	5.31	6.12	7.20
1年物預金基準金利(%)	2.25	2.25	2.25	2.25	2.52	2.79	3.06	3.06	2.25	3.06	4.14
預金準備率(%)	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	15.50	16.0
為替レート(人民元/米ドル)	6.83	6.83	6.83	6.70	6.60	6.55	6.50	6.40	6.70	6.40	6.00

((注)1.金利・為替レートは期末値、その他は期中平均値。

2.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。

3.太字は実績値、その他は野村予測。

4.2009年11月13日現在。

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

## 世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
全世界	-0.9	4.0	4.2	1.4	2.8	2.8	2.76	3.39	4.04
先進国	-3.4	1.8	2.0	0.0	1.4	1.0	0.51	0.72	1.29
新興国	1.9	6.5	6.5	3.1	4.5	4.8	5.41	6.39	7.01
BRICs	4.6	8.3	8.1	2.4	4.6	4.8	6.22	7.17	7.84
米州	-2.5	3.1	2.9	1.0	2.7	1.9	1.95	2.46	2.95
米国	-2.4	2.7	2.5	-0.3	2.1	0.9	0.13	0.25	1.00
カナダ	-2.5	2.1	2.9	0.4	1.5	1.8	0.25	0.50	1.75
ラテンアメリカ	-2.7	4.6	4.0	4.8	4.6	4.8	7.73	9.33	8.77
アルゼンチン	-2.3	2.5	3.5	7.6	7.8	8.0	18.50	14.00	15.00
ブラジル	0.2	5.4	4.0	4.4	4.5	4.7	8.75	11.75	11.00
チリ	-1.5	4.7	4.0	-1.4	2.3	3.0	0.50	4.00	4.50
コロンビア	0.3	3.3	4.3	4.5	4.5	4.7	4.00	6.50	6.00
メキシコ	-7.7	4.5	4.2	5.3	4.0	4.2	4.50	6.00	5.00
アジア・太平洋地域	3.1	6.7	6.8	0.4	2.8	3.3	3.57	4.40	5.24
日本	-5.3	1.4	1.7	-1.3	-1.1	-0.4	0.10	0.10	0.25
豪州	1.0	1.9	3.0	1.8	2.2	2.4	3.50	4.25	4.50
アジア(除く日本)	5.4	8.2	8.2	0.8	3.8	4.2	4.46	5.45	6.41
中国	8.5	10.5	9.8	-0.5	2.5	3.5	5.31	6.12	7.20
香港	-2.6	3.5	4.5	0.5	2.1	2.2	0.30	0.40	1.15
インド	5.8	7.5	8.2	1.9	6.9	6.2	4.75	6.00	7.00
インドネシア	4.6	5.1	6.0	4.9	6.1	6.3	6.50	8.00	8.00
マレーシア	-2.7	4.1	5.2	0.6	2.7	3.6	2.00	2.50	3.00
フィリピン	1.6	5.1	5.0	3.4	4.9	5.0	4.00	5.00	6.00
シンガポール	-2.5	5.0	5.4	0.4	1.8	2.7	0.70	1.25	1.75
韓国	0.0	5.0	4.5	2.8	3.3	3.0	2.00	3.50	4.50
台湾	-3.8	4.4	5.0	-0.8	1.5	1.8	1.25	1.75	2.25
タイ	-3.1	3.5	5.3	-0.9	2.7	3.3	1.25	2.25	3.25
ベトナム	5.1	6.8	7.0	6.8	12.4	11.2	7.00	8.00	9.00
欧州先進国	-4.1	0.9	1.4	0.6	1.3	1.5	0.92	1.25	1.71
ユーロ圏	-4.0	1.0	1.3	0.3	1.2	1.5	1.00	1.25	1.75
フランス	-2.4	0.8	1.1	0.1	1.4	1.6	1.00	1.25	1.75
ドイツ	-5.0	1.4	1.5	0.3	1.1	1.5	1.00	1.25	1.75
イタリア	-4.8	1.0	1.0	0.8	1.5	1.7	1.00	1.25	1.75
オランダ	-4.1	1.0	1.4	1.0	0.6	1.4	1.00	1.25	1.75
スペイン	-3.7	-0.2	1.1	-0.3	0.9	1.0	1.00	1.25	1.75
英国	-4.7	0.5	1.8	2.1	1.8	1.4	0.50	1.25	1.50
その他新興国(EEMEA)	-3.2	3.6	3.9	7.3	5.9	6.0	5.70	6.30	6.92
チェコ	-4.1	0.8	1.6	1.0	1.6	2.0	1.25	3.00	3.50
エジプト	4.5	5.2	5.5	11.5	6.8	7.8	7.50	7.00	9.50
湾岸協力会議(GCC)	1.7	7.9	5.4	5.8	6.8	7.4	0.13	0.25	1.00
ハンガリー	-7.2	-1.4	2.0	4.2	3.9	3.0	6.00	5.50	7.50
イスラエル	0.3	2.2	3.6	2.7	2.8	2.8	1.25	2.50	3.50
カザフスタン	-1.5	3.5	5.0	7.4	6.1	6.0	7.00	7.00	7.25
ポーランド	1.3	2.1	3.5	3.5	3.1	2.5	3.50	4.50	5.00
ルーマニア	-6.0	2.8	3.1	5.8	4.5	4.0	7.50	7.25	7.25
ロシア	-7.2	3.5	4.4	11.9	9.1	8.0	9.50	9.00	9.00
南アフリカ	-1.7	2.9	3.5	7.2	6.3	6.7	7.00	7.50	9.00
トルコ	-5.8	4.0	4.6	6.1	5.6	5.5	6.50	7.75	8.75
ウクライナ	-14.0	3.6	4.0	16.7	10.3	8.7	11.00	10.00	9.50

(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。湾岸協力会議(GCC)はバーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦。

2.2009年の米国の政策金利は、フェデラルファンド金利誘導目標(0.0-0.25%)の中心値。

3.インドの物価は卸売物価指数。

4.香港、シンガポールについては政策金利の代わりにそれぞれ3カ月物香港銀行間取引金利(Hibor)、3カ月物シンガポール銀行間取引金利(Sibor)を掲載。

5.予測値は2009年11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すが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の業績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

### 野村證券からのお知らせ

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

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号

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

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

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