

2010 年度～2012 年度の経済見通し

『日本経済：「踊り場」脱却前夜』

2010 年度実質 GDP 成長率：+2.9%

2011 年度実質 GDP 成長率：+1.5%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.3%

2011 年 2 月 18 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

[2011年2月14日時点]

[2010年11月15日時点]

		10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)	10年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	2.9	1.5	2.3	2.7	1.2	2.1
	＜内需寄与度＞	1.6	1.3	1.8	1.3	1.1	1.8
	＜民間内需＞	1.6	1.3	1.8	1.3	1.1	1.8
	＜公的内需＞	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
	＜外需寄与度＞	1.3	0.2	0.5	1.4	0.1	0.3
	民間最終消費支出	1.2	0.5	1.2	1.7	0.7	0.9
	民間住宅投資	-0.1	5.1	2.4	-1.2	5.1	3.3
	民間企業設備投資	5.6	5.2	6.3	4.1	4.4	7.0
	民間在庫品増減＜寄与度＞	0.5	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2
	政府消費	1.9	0.7	0.7	1.1	0.7	0.7
	公的固定資本形成	-8.1	-4.4	-5.5	-4.5	-2.7	-3.5
	財貨・サービス輸出	17.4	6.0	7.8	18.0	3.6	6.7
	財貨・サービス輸入	11.2	6.6	6.6	11.2	4.5	6.7
	名目国内総支出	1.1	0.9	2.2	1.0	0.8	2.1
生 産 ・ 物 価	GDPデフレーター	-1.7	-0.7	0.0	-1.6	-0.4	0.0
	鉱工業生産	9.4	4.1	6.8	8.7	1.9	6.3
	国内企業物価	0.7	2.3	1.6	0.3	0.6	0.8
	消費者物価	-0.4	0.5	0.5	-0.6	0.0	0.2
	除く生鮮食品	-0.8	0.4	0.4	-0.9	-0.2	0.1
	除く生鮮食品(新基準)	-1.0	-0.1	-0.1			
	完全失業率(%)	5.1	4.7	4.2	5.1	4.7	4.3
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	6.0	5.6	5.1	7.6	8.3	9.2
	貿易収支(兆円)	7.4	7.1	6.7	9.0	9.8	10.8
	貿易・サービス収支(兆円)	6.0	5.3	6.0	6.7	6.2	6.3
	経常収支(兆円)	16.6	17.6	20.8	17.2	18.4	20.9

(注)1.断りが無い限り、前年度比%。

2.-0.0の場合も0.0と表示している。

(出所)野村證券金融経済研究所

経済見通し前提表

	2010年度	2011年度	2012年度
ドル円相場(年度平均)	86.0	89.0	92.0
	(85.0)	(84.0)	(85.0)
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0-0.10	0-0.10	0-0.10
	(0-0.10)	(0-0.10)	(0-0.10)
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0	5.0
	(5.0)	(5.0)	(5.0)
WTI(年度平均、ドル/バレル)	86.0	106.0	108.0
	(81.0)	(91.0)	(97.0)

(注)カッコ内は2010年11月15日時点。

(出所)野村證券金融経済研究所

四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位: 2000年連鎖価格10億円)

	10年				11年				12年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	
民間最終消費支出	307105.8	307088.6	309815.8	307517.1	307886.1	308440.3	308872.1	309798.7	310790.1	311536.0	312564.1	
(前期比)	0.5	0.0	0.9	-0.7	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	
(前年同期比)	3.0	1.4	2.5	0.6	0.3	0.4	-0.3	0.7	0.9	1.0	1.2	
民間住宅投資	12186.4	12148.6	12372.0	12745.1	12853.1	12989.3	13108.0	13250.3	13357.7	13416.8	13453.3	
(前期比)	1.6	-0.3	1.8	3.0	0.8	1.1	0.9	1.1	0.8	0.4	0.3	
(前年同期比)	-17.7	-10.6	-1.3	6.5	5.5	6.9	5.9	4.0	3.9	3.3	2.6	
民間企業設備投資	71113.3	73183.8	74250.4	74920.5	75557.4	76557.3	77644.0	78851.1	80131.1	81508.2	82731.9	
(前期比)	0.7	2.9	1.5	0.9	0.9	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	1.5	
(前年同期比)	-5.0	3.0	6.6	6.1	6.2	4.6	4.6	5.2	6.1	6.5	6.6	
民間在庫投資	-2305.8	-2851.8	-1477.3	-211.1	-1000.0	-1040.0	-540.0	-240.0	-240.0	160.0	460.0	
<前期比寄与度>	0.6	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	
政府最終消費支出	101162.5	102229.4	102524.7	102737.3	102895.2	103080.0	103324.0	103443.1	103602.1	103788.2	104033.9	
(前期比)	-0.3	1.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	
(前年同期比)	2.6	2.8	2.0	1.3	1.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	
公的固定資本投資	20958.8	20100.8	19686.0	18553.3	19293.6	19525.1	18783.1	18088.2	17907.3	17585.0	17514.6	
(前期比)	-1.4	-4.1	-2.1	-5.8	4.0	1.2	-3.8	-3.7	-1.0	-1.8	-0.4	
(前年同期比)	10.6	-4.3	-4.6	-13.3	-7.9	-2.9	-4.6	-2.5	-7.2	-9.9	-6.8	
公的在庫投資	272.5	256.8	141.5	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	216.9	
<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	25367.3	27443.8	27111.4	26581.7	26372.1	26989.6	27550.4	28495.0	29409.3	30010.0	30751.5	
<前期比寄与度>	0.5	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	
(前期比)	15.3	8.2	-1.2	-2.0	-0.8	2.3	2.1	3.4	3.2	2.0	2.5	
(前年同期比)	286.1	86.5	48.9	21.3	3.9	-1.8	1.7	7.2	11.6	11.3	11.5	
輸出	80125.1	84367.2	85669.7	85073.3	86271.4	87919.6	89427.4	91229.3	93193.7	94865.6	96685.3	
(前期比)	6.6	5.3	1.5	-0.7	1.4	1.9	1.7	2.0	2.2	1.8	1.9	
(前年同期比)	34.6	30.4	21.3	13.3	7.7	4.2	4.4	7.2	8.0	7.9	8.1	
輸入	54757.8	56923.4	58558.3	58491.6	59899.3	60930.0	61877.0	62734.3	63784.4	64855.5	65933.7	
(前期比)	3.0	4.0	2.9	-0.1	2.4	1.7	1.6	1.4	1.7	1.7	1.7	
(前年同期比)	3.7	14.3	11.5	9.9	9.4	7.0	5.7	7.3	6.5	6.4	6.6	
実質国内総生産	536449.5	539300.0	543690.8	542239.6	544030.0	546731.4	548945.7	551909.5	555201.7	558267.9	561795.5	
(前期比)	1.5	0.5	0.8	-0.3	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	
(前期比年率)	6.0	2.1	3.3	-1.1	1.3	2.0	1.6	2.2	2.4	2.2	2.6	
(前年同期比)	5.6	3.1	4.9	2.2	1.4	1.4	1.0	1.8	2.1	2.1	2.3	
GDPデフレーター	89.7	88.7	88.4	88.1	88.2	87.8	87.6	87.5	87.8	87.5	87.5	
(前年同期比)	-2.8	-1.9	-2.1	-1.6	-1.6	-0.9	-1.0	-0.7	-0.5	-0.3	-0.1	
鉱工業生産(2005年=100)	94.3	95.7	94.0	92.4	95.0	96.2	97.2	98.6	100.5	102.4	104.1	
(前期比)	7.0	1.5	-1.8	-1.7	2.9	1.2	1.1	1.4	1.9	1.9	1.6	
(前年同期比)	27.5	21.0	13.5	4.9	0.8	0.5	3.4	6.7	5.8	6.5	7.1	
国内企業物価(2005年=100)	102.4	103.0	102.8	103.1	104.3	105.2	105.3	105.6	106.4	107.0	107.3	
(前期比)	0.3	0.6	-0.2	0.3	1.1	0.9	0.1	0.3	0.8	0.6	0.2	
(前年同期比)	-1.7	0.2	-0.1	0.9	1.8	2.1	2.4	2.5	2.1	1.7	1.9	
消費者物価指数(総合)	99.9	99.6	99.2	99.8	99.9	100.0	99.9	100.3	100.4	100.5	100.3	
(2005年=100)	0.2	-0.3	-0.3	0.6	0.1	0.1	-0.2	0.4	0.2	0.1	-0.2	
(前年同期比)	-1.2	-0.9	-0.8	0.1	0.1	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	
消費者物価指数(除く生鮮食品)	99.8	99.3	98.8	99.3	99.4	99.6	99.2	99.8	100.0	100.0	99.6	
(2005年=100)	0.0	-0.5	-0.5	0.5	0.1	0.1	-0.4	0.5	0.2	0.0	-0.4	
(前年同期比)	-1.2	-1.2	-1.0	-0.5	-0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	
完全失業率	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	4.6	4.5	4.3	4.3	

(注) 1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2010年10-12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「踊り場」脱却前夜

- ▶ 2010 年 10-12 月期実質 GDP1 次速報値は、前期比年率-1.1%と 5 四半期ぶりに減少した。しかし、マイナス成長は一時的であり、2011 年 1-3 月期には前期比年率+1.3%とプラス成長軌道に復すると見込まれる。日本経済は、踊り場脱却前夜の状況にあると考えられる。予想を上回る輸出環境改善を背景に、踊り場脱却の想定時期を、前回(2010 年 12 月 9 日時点)の 2011 年「下期」から 2011 年「上期」へと修正した。
- ▶ 2010 年度(暦年)の実質 GDP 成長率予測値を、前回の+3.3%(+4.4%)から今回+2.9%(+3.9%)へと下方修正したが、これは主に過去の系列が遡って修正されたことの反映である。他方、2011 年度(暦年)の実質 GDP 成長率予測値を前回の+1.2%(+1.1%)から+1.5%(+1.4%)へ、2012 年度(同)については+2.1%(+1.9%)から+2.3%(+2.2%)へとそれぞれ上方修正した。2011 年度(同)に関しては輸出と設備投資見通しの上方修正、2012 年度(同)に関しては、個人消費見通しの上方修正によるところが大きい。
- ▶ 今後の輸出回復は内需に波及し、2011 年下期には設備投資、2012 年には個人消費の堅調ぶりが次第に確認されよう。その背景には、「バブル経済の負の遺産」とも言える企業の過剰債務問題の解消があるとみられる。その結果、輸出回復を受けて増加した企業収益が、賃金増加や国内設備投資増加などの形で活用され、輸出持ち直しが従来以上に迅速に内需改善に結び付きやすくなったと考えられる。
- ▶ 原油・為替前提の変更なども影響し、2011 年度消費者物価(生鮮食品を除く総合)見通しを-0.2%から+0.4%へと大幅に上方修正した。しかし、8 月に発表される新基準年ベースでは-0.1%と予想され、結果的に大きな修正にはならない。この点も考慮し、日銀の実質ゼロ金利解除の想定時期については、2013 年度中という従来の見方を維持する。
- ▶ 国内には、当面の景気にとっての顕著な下振れ要因は見出されない。政治情勢の混乱から予算執行が著しく滞る事態となれば景気下振れリスクとなるが、その可能性は限定的であろう。主要な景気下振れリスクは、想定以上の円高進行、原油高騰、米・中を中心とする海外景気の減速など外部環境の変化にある。但しいずれも逆方向に振れれば、景気の大きな上振れ要因にも転じ得よう。

(1) 5 四半期ぶりのマイナス成長も既に回復の兆し

10-12 月期実質 GDP
は 5 四半期ぶりのマイ
ナス成長

2010 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報値）は前期比年率-1.1%（前期比-0.3%）と、5 四半期ぶりのマイナス成長となった。ただし、これは事前に予想された範囲内の動きであり、意外感はない。実質 GDP の下落に寄与したのは、主に個人消費（前期比-0.7%）、公共投資（同-5.8%）、実質輸出（同-0.7%）と、いずれも 10-12 月期には悪化が事前に予想されていた項目であった。（図表 1-1）。むしろ、公共投資を除く主要需要項目は、概ね事前予想（ブルームバーグ社調査の中央値）を上回っている。特に実質民間設備投資が前期比+0.9%と、景気が踊り場を迎える中でも増勢を維持したことは、注目に値しよう。

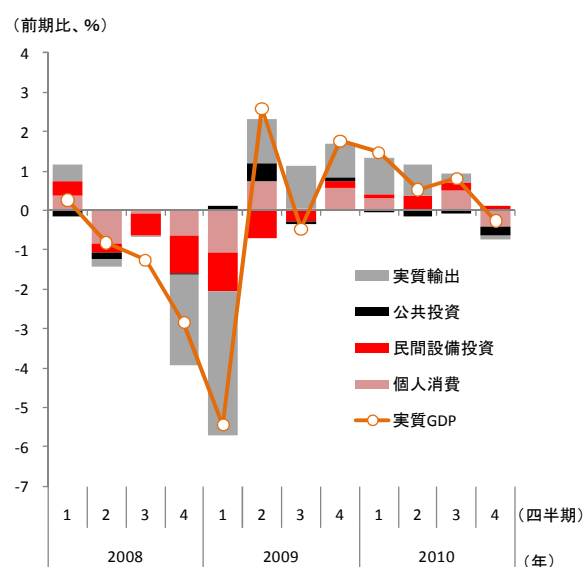
成長率の落ち込みは一
時的

我々は 10-12 月期の成長率の落ち込みは一時的であり、2011 年 1-3 月期以降は再びプラス成長軌道に復すると予想している。足下の経済情勢をより端的に示す鉱工業生産統計は、2010 年 12 月に前月比+3.3%と 11 月の同+1.0%に続いて 2 カ月連続で増加した。さらに製造工業生産予測調査によれば、2011 年 1 月の生産は同+5.7%の大幅増加が予想されている。鉱工業生産は、2 四半期連続で減少した後、2011 年 1-3 月期には大幅に増加する可能性が高い。（図表 1-2）。

輸出主導の景気回復へ

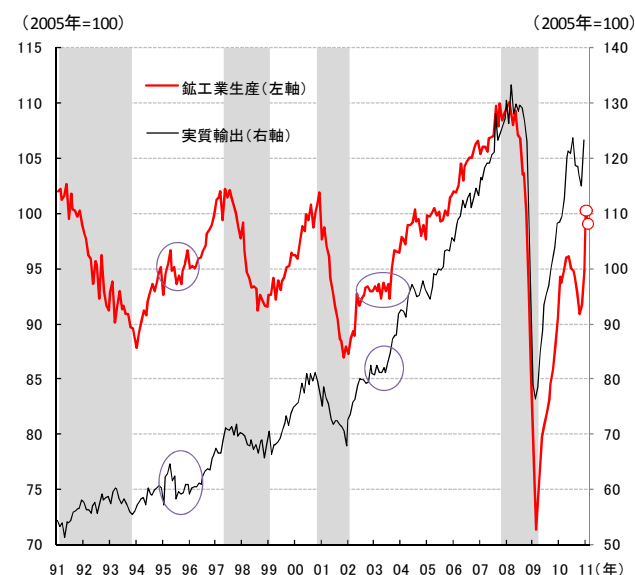
鉱工業生産持ち直しの背景として、輸出の回復が注目される。過去の景気回復局面においても、踊り場脱却の原動力となったのは輸出の持ち直しであり、我々は今回も同様の軌跡を描くと想定している。

(図表 1-1) 実質 GDP と主要需要項目の寄与度



(出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 1-2) 鉱工業生産と実質輸出



(注) 網掛け部分景気後退局面、丸かこみは生産回復の踊り場局面。
(出所) 経済産業省、日銀資料より野村證券金融経済研究所作成

現在の日本経済は踊り場脱却の前夜に

足下の実質輸出は、輸出の短期的な先行指標として注目している米中の合成在庫率値数（在庫判断 DI/生産判断 DI）と概ね平仄を合わせた動きを続けている。地域別の実質輸出動向（実質化、季節調整は野村証券金融経済研究所）をみると、これまではアジア向け輸出の回復が際立っている。今や輸出の過半を占めるアジア向け輸出は、既にリーマンショック前のピークに迫る水準にまで回復している。足下では、米国での景況感の改善が顕著であり、昨年後半以降、ドル円相場が安定感を取り戻していることを勘案すると、短期的には輸出の下振れリスクは限定的であろう。日本経済は、現在踊り場脱却の前夜にあると言えよう。

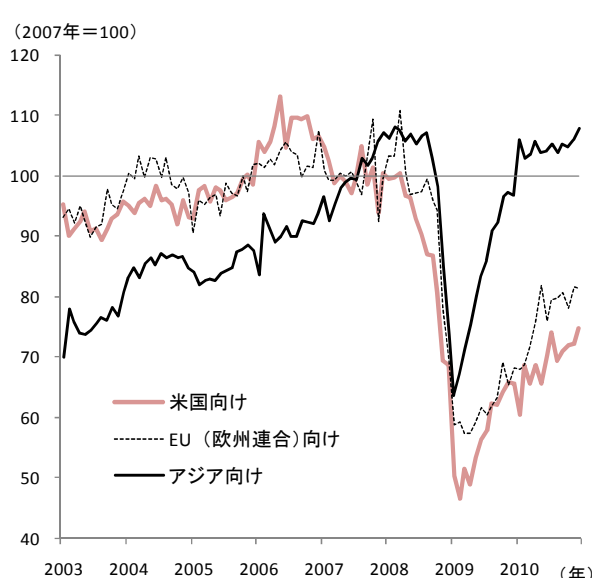
（図表 1-3）米中合成在庫率指数と実質輸出



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

(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 1-4）地域別輸出の回復の程度



- (注) 1. 対 EU 輸出は、2001 年 1 月以降は 27 カ国ベース、それ以前は 15 カ国ベースの前年比を用いて 27 カ国ベースの計数に過去に延長している。
2. 季節調整は野村証券金融経済研究所が独自に施している。

(出所) 財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

踊り場脱却のタイミングは 2011 年上期と想定

前回（2010 年 12 月 9 日時点）の見通し変更の際に、日本経済の踊り場脱却の時期を「2011 年下期」と想定していたが、今回はこれを「2011 年上期」に前倒しした。想定以上の為替の安定、中国などの海外景気の堅調を受けて、踊り場脱却の鍵を握る輸出環境の見通しを上方修正したことが主な背景である。ちなみに 2011 年度のドル円レート的前提は、前回の 84.0 円/ドルから今回は 89.0 円/ドルへと円安方向に 5 円修正した。

+0.5～+1.0%と広く想定されている潜在成長率を、実際の実質 GDP 成長率が上回る時点が踊り場脱却の時期と考えれば、2011 年 1-3 月期がそれに当たる。しかし、同期の成長率は、前期の一時的なマイナス成長の反動や 2010 年度補正予算による公共投資の一時的な拡大の影響を強く受けている点に留意する必要がある。「2011 年上期」と新たに想定した踊り場脱却の時期を敢えて特定すれば、2011 年 4-6 月期である。

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。

リスクは主に外部環境

国内には、当面の景気にとって顕著な下振れ要因は見出されない。政治情勢の混乱から予算執行が著しく滞る事態となれば景気下振れリスクとなろうが、その可能性は限られよう。主要な景気下振れリスクは、想定以上の円高の進行、商品市況の高騰、米中を中心とする海外景気の減速など外部環境の変化にある。

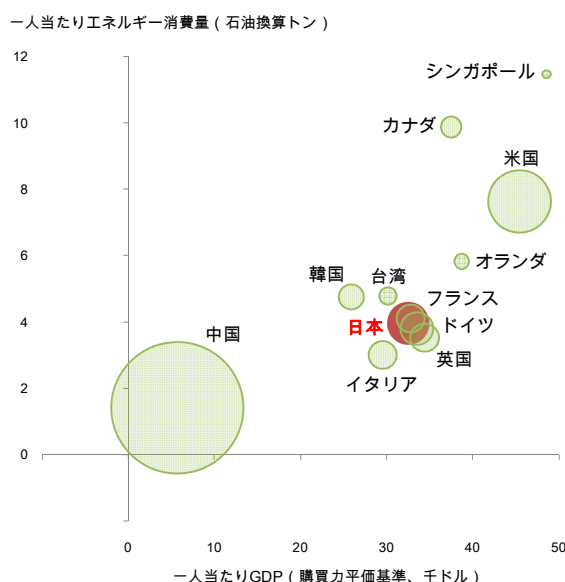
国際商品市況高騰の影響にも注意が必要

国際商品市況の上昇が、経済面だけではなく地政学的リスクの誘因としても世界的に関心を集めている。国際商品市況は 2010 年夏場以降、上昇基調を鮮明化させている。世界的な景気回復、天候不順による食料品価格上昇といった需給面に加え、先進国での超金融緩和策といった金融面での影響をも受けているとみられ、当面は上昇基調を継続する公算が高い。

一般的には、一人当たり所得の増加に伴って食品・エネルギーの消費量も増加する傾向にあるが、先進国と比較して新興国では消費に占める食品の割合が高い上、エネルギー効率も低い（図表 1-5、1-6）。このため、資源高による影響は先進国よりも新興国で深刻化し易い。同様に、食品価格の上昇は低所得層ほどその悪影響が大きい。

家計の所得環境が改善していること、他国と比較してエネルギー効率が低いことに鑑み、現時点では資源高を日本経済の下振れ要因として過度に警戒する必要性は低い。むしろ、国際商品市況の上昇が世界景気のけん引役である新興国景気の減速をもたらしたり、社会的混乱から地政学的リスクを引き起こすことで、エネルギー供給に対する懸念や円高を生じさせたりする形で日本経済に波及するリスクについて注意する必要がある。

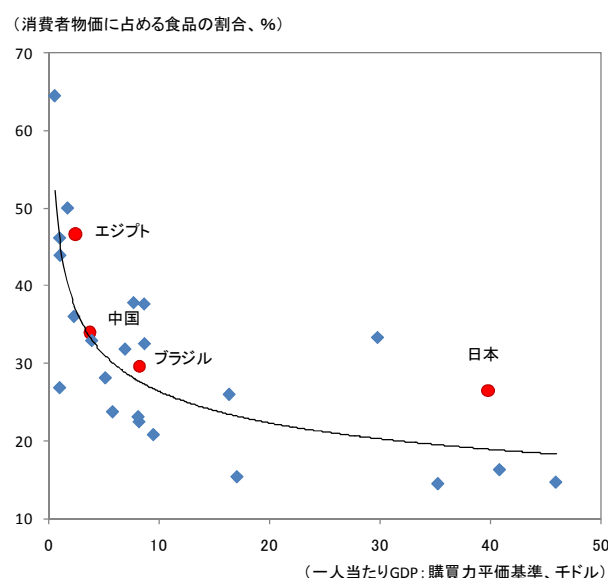
(図表 1-5) 一人当たり GDP とエネルギー消費量



(注)2005 年から 2009 年の平均値。なお、円の面積は人口に比例する。
中国は香港を含む。

(出所)国際通貨基金 (IMF)、BP 統計より野村證券金融経済研究所作成

(図表 1-6) 一人当たり所得と CPI に占める食品の割合



(注) 1.一人当たり所得は 2009 年の値であり、一部は IMF の予測値。
2.図中の曲線は累積近似線。

(出所)各種統計より野村證券金融経済研究所作成

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

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

(2) 米中景気を持ち直しを受けて回復に向かう輸出

7 四半期ぶりに輸出が減少

2010 年 10-12 月期の実質輸出（GDP ベース）は前期比-0.7%となり、7 四半期ぶりに減少に転じた。実質 GDP に対する外需寄与度も同-0.1%ポイントと 2 四半期連続でのマイナスとなった。2010 年後半の景気の踊り場は、こうした輸出減速の影響が大きい。

足下で回復の兆しが明確になりつつある

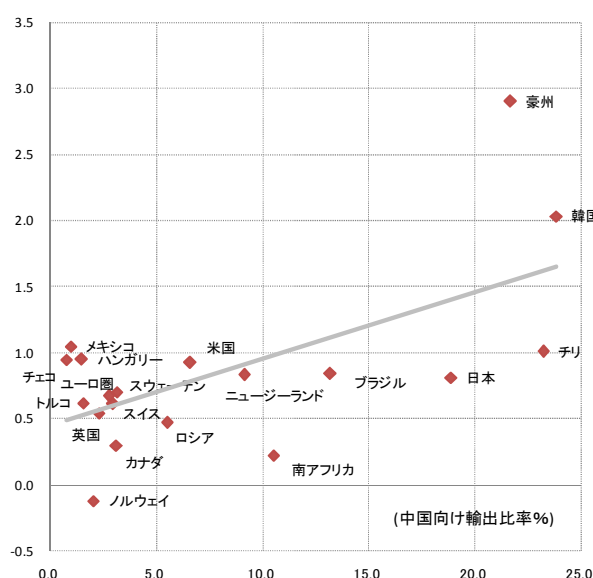
しかし、足下では世界景気のリバウンドが鮮明となっており、輸出も増勢を高めていくことが予想される。当社では、2011 年の日本の輸出環境が好転するのみならず、輸出回復ペースは各国と比べても強いものとなる可能性があると考えている。その根拠は以下の 2 点である。

中国景気拡大の恩恵が輸出に波及

第一に、日本の輸出は中国向けの割合が高い。中国向け輸出割合と輸出回復の進捗率（＝（直近値－2009 年のボトム）／（2008 年のピーク－2009 年のボトム）：2008 年末以降の急落の内、どの程度を回復させたかを示す）の関係性を各国で比べると、前者が高いほど後者も高いという大まかな傾向が認められる（図表 2-1）。この点は、対中輸出割合の高い日本も例外ではない。

（図表 2-1）中国向け輸出比率と輸出回復度の関係

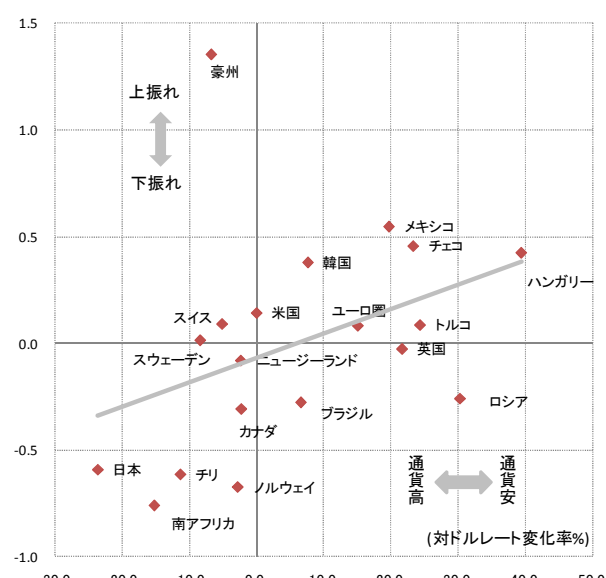
（輸出回復の進捗率）



（注）輸出回復の進捗率＝（2008 年末以降の急落の内、どの程度を回復させたか＝（直近値－2009 年のボトム）／（2008 年のピーク－2009 年のボトム））
（出所）国際通貨基金（IMF）及び経済開発協力機構（OECD）資料より野村證券金融経済研究所作成

（図表 2-2）為替動向と輸出回復度の関係

（進捗率の推計誤差、ポイント）



（注）1.「進捗率の推計誤差」は、中国向け輸出比率から算出される輸出回復の進捗率の推計値と実績の乖離。
2. 対ドルレート変化率は、2010 年 12 月末の 08 年 6 月末比。
（出所）経済開発協力機構（OECD）及びブルームバーグ資料より野村證券金融経済研究所作成

市場では、インフレの加速やそれに伴う金融引き締めによって中国景気が下振れすることを懸念する向きもある。しかし、中国ではインフレと平仄を合わせる格好で賃金の伸びも加速している。加えて、足下では依然として過去に比べて緩やかな金融環境が続いている。これらの点を踏まえれば、

中国景気の堅調な推移が次第に鮮明化すると予想される。日本の輸出もこれまでと同様、中国景気拡大の恩恵を享受すると考えられる。

日本の輸出を抑制してきた円高

第二は、円安傾向が次第に鮮明化していくと予想される点である。輸出回復度は、為替相場からも大きく影響を受けてきたとみられる。各国の輸出回復度のうち、中国向け輸出比率だけでは説明できない部分を、図表の傾向線と実績の差から求めると、これまで通貨高であった国ほど実績が傾向線から下振れていることが分かる（図表 2-2）。

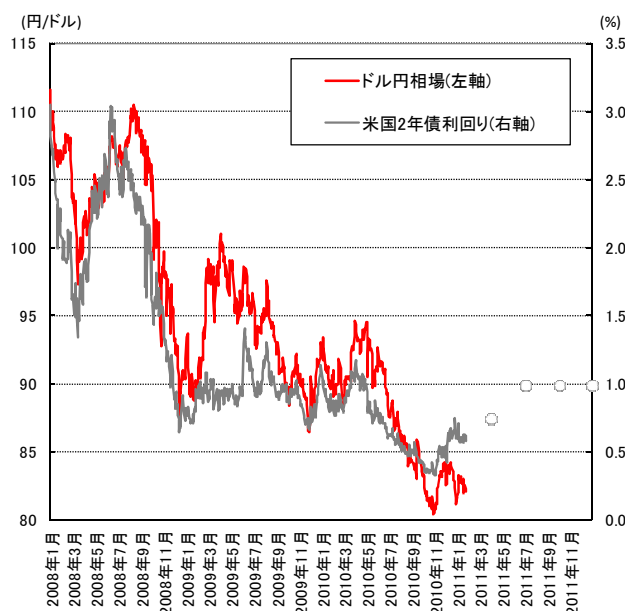
円安傾向が次第に鮮明化する模様

ドル円相場は、米国金利の低下と平仄を合わせる形で円高ドル安傾向を強めてきた。しかし、昨年 11 月以降、ドル円相場は 80 円台前半の水準で安定推移しており、これまでの円高傾向が小康状態に入っている。2011 年のドル円相場は、米国景気が回復基調を鮮明化させるに伴う米国金利の上昇を背景に、緩やかな円安ドル高が進むと予想される（図表 2-3）。

改善余地の大きい日本の輸出環境

また、世界的に景気回復の継続が予想される中で、米国よりも堅調な成長が期待される新興国や資源国では、米国より速いペースで金利が上昇すると考えられる。ここにきて国際商品市況の上昇によるインフレ懸念の台頭を背景に、特に新興国では利上げ傾向が強まっている。このため、対新興国通貨、対資源国通貨では円安傾向が一層鮮明化することが見込まれる。この結果、日本の輸出を抑制してきた為替要因が、2011 年には押し上げ要因へと転じていくとみられる（図表 2-4）。

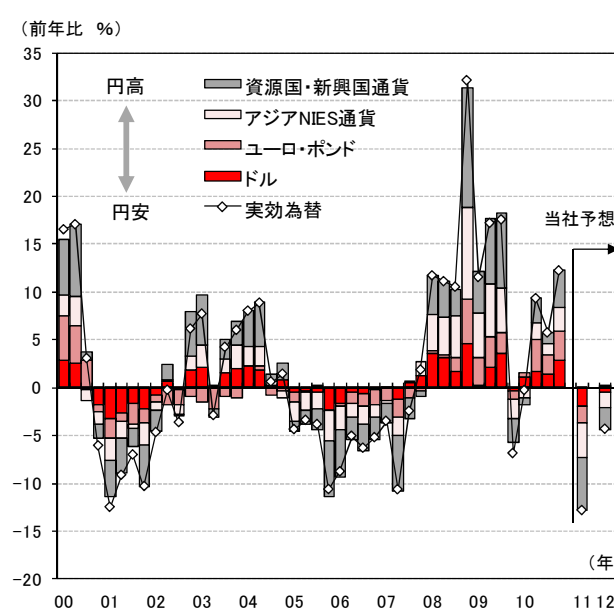
（図表 2-3）ドル円相場と米国金利の推移



（注）2011 年以降の米国 2 年債利回りは当社予想。

（出所）ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

（図表 2-4）実効為替レートの要因分解



（注）1. 実効為替は円の各通貨に対するレートを日本からの輸出割合に基づいて加重平均したものの。

2. アジア NIES は韓国、香港、シンガポール、台湾。

3. 資源国・新興国はアルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ロシア、南アフリカ、タイ、トルコ、ベトナム。

4. 2011 年、2012 年については当社予想より試算した暦年末値。

（出所）内閣府、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

輸出回復の先導は米国・中国向け輸出

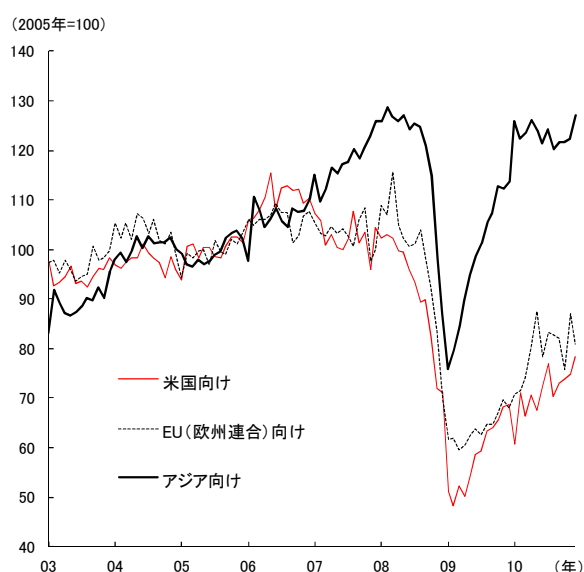
足下で地域別輸出動向に注目すると、米国・アジア向け輸出がけん引役となっている。アジア向け輸出数量指数は 2010 年 4-6 月期から減少が続いてきたが、10-12 月期には前期比+1.3%と 3 四半期ぶりに増加した。依然として EU 向け輸出は回復感に乏しいが、米国向け輸出数量は 4 四半期連続の増加と堅調に推移している（図表 2-5）。

財別の輸出・生産の回復力を見極める一助として、地域別輸出回復ペースの濃淡による影響が注目される。上記のように日本の輸出は米国及びアジア、とりわけ中国向け輸出にけん引されて回復を続けるとみられる。この場合、米国・中国向け輸出の伸びに特に敏感に反応する財が輸出回復の恩恵をより受けやすいと言える。

一般機械などで輸出の再加速が期待される

そこで、各国向け輸出に対する各財の弾性値を計算すると、米国・中国向け輸出ともに弾性値が高いのは、一般機械（米国：0.8、中国：1.1）、金属及び同製品（0.6、1.0）、電気機械（0.6、0.9）である。これらの財は 2010 年末にかけて減速が明確だったが（図表 2-6）、輸出持ち直しに敏感に反応し、早晚再加速に転じることが期待される。また、これらの財の米国向け輸出は、金融危機以前の水準から見ると依然として低水準にある。この点からも、これらの財の回復余地が大きいことが示唆される。

（図表 2-5）地域別輸出数量指数の推移

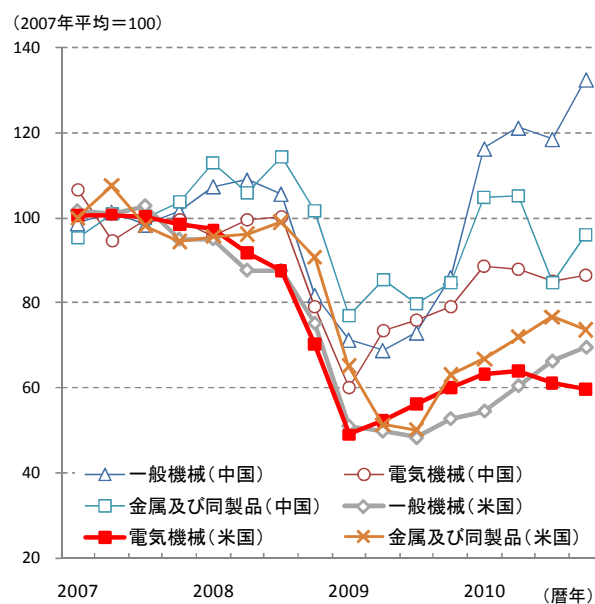


（注）1. 対 EU 輸出入は、2001 年 1 月以降は 27 カ国ベース、それ以前は 15 カ国ベースの前年比を用いて 27 カ国ベースの計数を過去に延長している。

2. 季節調整は野村証券金融経済研究所が独自に施している

（出所）財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 2-6）地域別・財別名目輸出の推移



（出所）財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

(3) 設備投資は生産見合いでの回復を予想

景気踊り場局面でも、
設備投資は増勢を維持

2010 年 10-12 月期の実質民間設備投資は前期比+0.9%と、5 四半期連続での回復を記録した。我々は前回の見通しにおいて、<1>設備投資は短期的な景気の振幅に対する感応度は低く、景気の基調と連動性が高い点、<2>予想される輸出減速の影響は軽微に留まることが見込まれる点、<3>企業収益の改善に伴うキャッシュフローの回復が、設備投資の回復を促す可能性が高い点を指摘し、景気が踊り場を迎える中でも設備投資は回復基調を継続するとの予想を示した。今回の結果は、概ね見通しに沿った結果であったと評価できる。

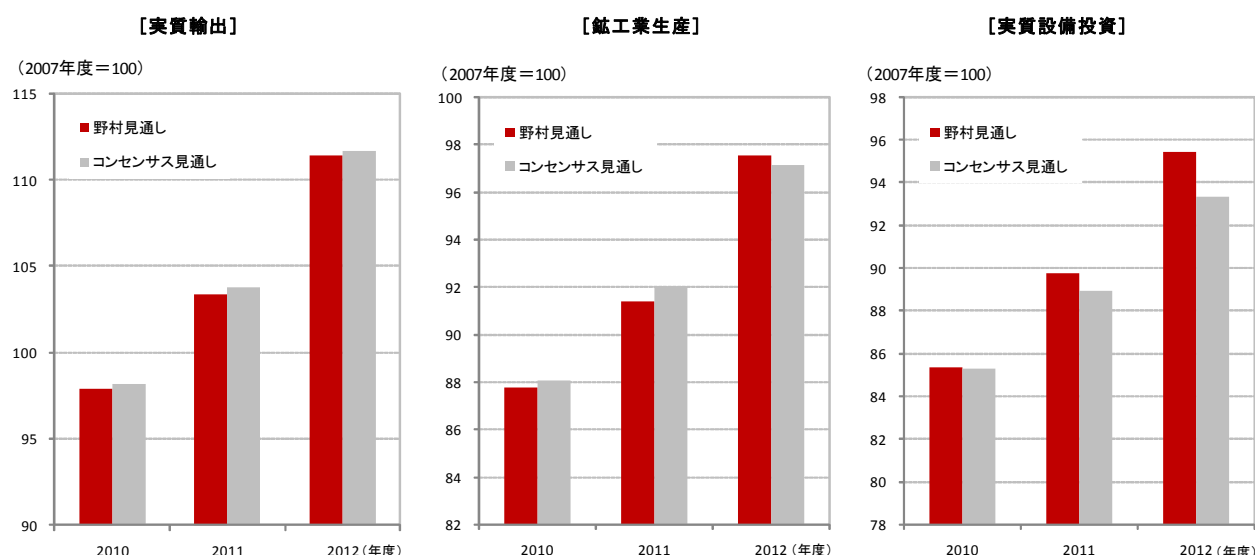
コンセンサス対比では
野村の設備投資見通し
はやや強気

我々は引き続き、実質民間設備投資は徐々に増勢を強めながら着実な回復を継続し、2011 年度は前年度比+5.2%、2012 年度には同+6.4%成長を予測している。一方、市場コンセンサス見通し（ESP フォーキャスト 1 月調査）は、各々同+4.0%、同+4.9%と、我々の見通しに比べてやや慎重である。コンセンサス見通しに基づくならば、我々の見通しに対するリスクは下方にあると言えよう。

輸出、生産見通しはコ
ンセンサスと概ね一致

ただし、設備投資回復の原動力となる輸出及び生産の見通しを比較すると、野村見通しとコンセンサス見通しの間に大きな開きはない。図表 3-1 は、リーマンショック発生以前の 2007 年平均値を基準に、輸出、生産及び設備投資がどの程度回復する見通しとなっているのかについて、野村見通しとコンセンサス見通しを比較したものである。

(図表 3-1) 野村見通しとコンセンサス見通しの比較



(注)コンセンサス見通しは ESP フォーキャスト 1 月調査より試算。

(出所)内閣府、経済産業省、経済企画協会資料より野村証券金融経済研究所作成

図表から明らかなように、実質輸出に関しては両者の間に明確な違いが見受けられず、2007 年平均値を上回るタイミングも 2011 年 4-6 月期と一致

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

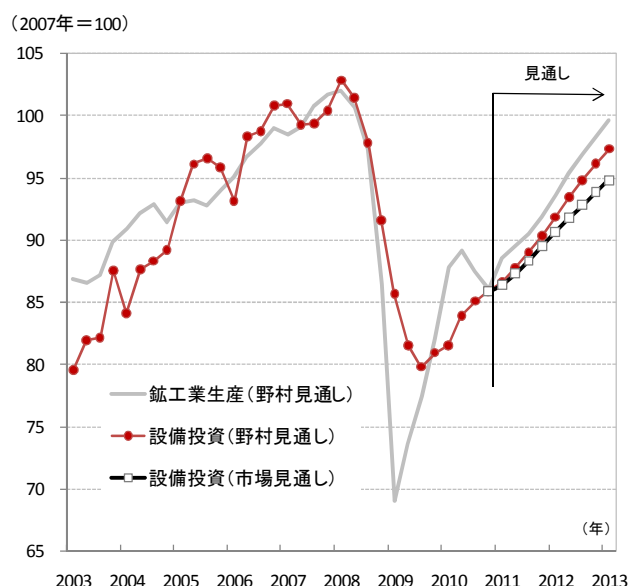
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別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

している。鉱工業生産に関しても大きな違いはなく、2011 年度に関しては、むしろコンセンサス見通しが野村見通しよりも若干強気である。鉱工業生産の回復率は、両者ともに 2012 年度平均で 2007 年平均の 97%を上回る見通しである。輸出、生産見通しを比べる限り、設備投資見通しの違いがどこから生じているのか、あるいはいずれの見通しが正鵠を射ているのかを判別することはできない。

設備投資は生産見合いの回復を想定

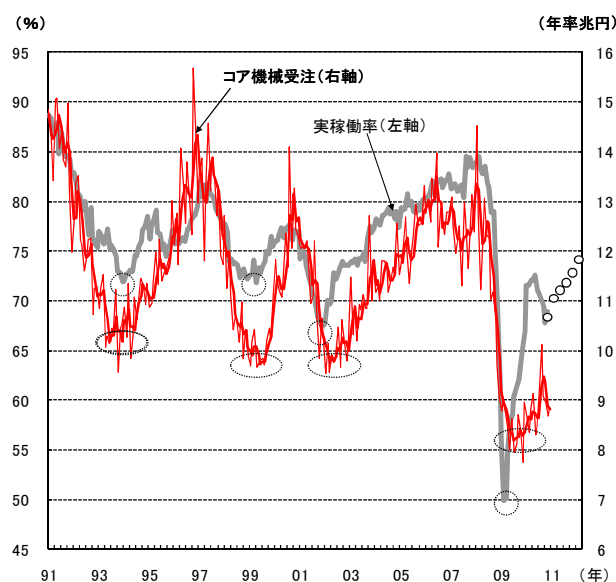
野村見通しの生産と設備投資の回復率、並びにコンセンサス見通しの設備投資回復率を比較したものが図表 3-2 である。図表から明らかなように、我々は設備投資が概ね生産の回復に概ね平仄を合わせる形で回復する姿を予想している。同様の関係は、前回の景気回復局面でも確認できる。

(図表 3-2) 鉱工業生産と設備投資動向



(注)コンセンサス見通しは ESP フォーキャスト 1 月調査より試算。
(出所)内閣府、経済産業省、経済企画協会資料より野村証券金融経済研究所作成

(図表 3-3) 稼働率と機械受注



(注)1.製造業稼働率は、稼働率指数を実稼働率に換算したもの。
2.稼働率の 2011 年 1-3 月期以降の値は野村証券金融経済研究所の鉱工業生産予測値に基づく試算値。
3.機械受注の細線は実績値、太線は 3 カ月移動平均値。
(出所) 経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

生産見通しに基づけば、
我々の見通しでさえ控えめな可能性も

実際、設備稼働率とコア機械受注の関係を見ても、両者の間には高い連動性が確認できる。景気パターンに応じた両者の関係をみると、景気回復の初期段階では稼働率の回復が先行し、設備投資の回復ペースは比較的鈍い。ただし、稼働率の上昇(=生産の拡大)が継続するに伴い、機械受注の回復(=設備投資の回復)ペースが急速に高まる傾向が見て取れる。このことから、これまでの設備投資の回復ペースが緩やかであったことが、先行きの回復力の弱さを意味している訳ではないことが示唆される。むしろ、過去の生産と設備投資の関係を単純に敷衍すれば、野村(及びコンセンサス)の生産見通しに基づく限り、我々の設備投資見通しでさえ控えめである可能性がある。

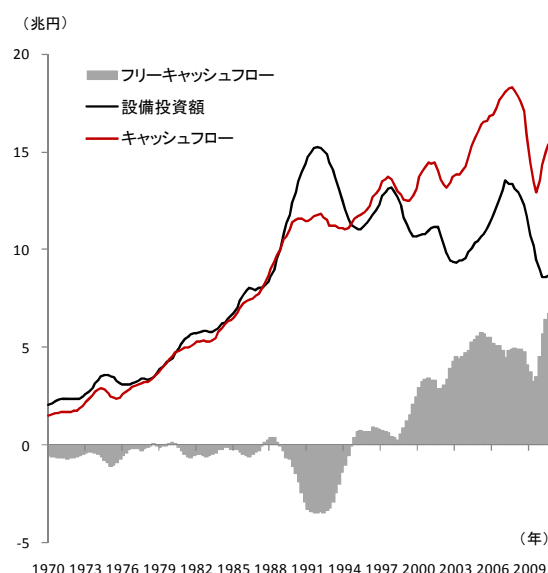
企業のキャッシュフロー 一は大幅に増加

今後の設備投資の回復力を占う上で、企業の資金状況に注目したい。企業の経常利益は、リストラの進展と景気回復に伴う売り上げ増加の恩恵を受け、これまで大幅に改善してきた。結果、法人企業統計によれば、企業（民間非金融法人）のキャッシュフローは、2010 年 7-9 月期には年率 60 兆円程度にまで増加している。一方、足下まで企業は設備投資に対して慎重であったため、同期のフリーキャッシュフローは、同約 24 兆円と過去最高水準にまで膨らんでいる（いずれも 4 四半期移動平均値）。

企業の設備投資は減価償却費未満の低水準に

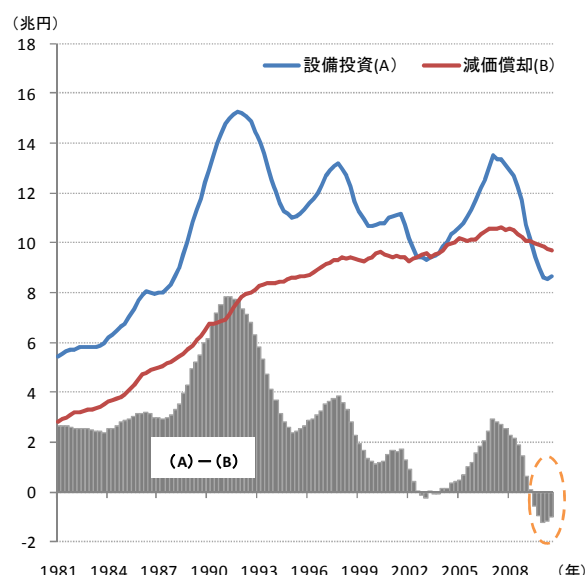
企業の設備投資は概念上、既存設備の更新需要と新規投資部分に分けることができる。厳密には必ずしも一致するわけではないが、前者は会計上の減価償却費に対応すると見なすことができよう。図表 3-5 にみられるように、ここまで企業の設備投資は減価償却費を下回っており、概念上は更新需要さえ十分に満たされていない状況にある。同様の状況は、前回の景気回復局面における初期段階（02～03 年）にも観測されるが、前回以上にこの傾向が強まっていることが分かる。

（図表 3-4）企業のキャッシュフローと設備投資



(注) 1. キャッシュフロー＝(経常利益×0.5)＋減価償却費として試算。
2. フリーキャッシュフロー＝キャッシュフロー－設備投資
3. 全て 4 四半期移動平均値。
(出所) 財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

（図表 3-5）設備投資と減価償却額



(注) 全て 4 四半期移動平均値。キャッシュフロー＝(経常利益×0.5)＋減価償却費として試算。
(出所) 財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

2010 年度の経常利益 は大幅に上昇する見込み

今後、企業が国内での生産を拡大することが予想される中で、更新需要に見合う程度の設備投資を見込むことは妥当と言えるのではないかと。2010 年 7-9 月時点で両者のかい離幅は 6.7%（法人企業ベース）だが、2010 年 10-12 月期の GDP 統計の結果を踏まえれば、実質ベースではさらに拡大していることが見込まれる。仮に両者のギャップ縮小に 1 年程度の時間がかかると想定した場合でも、我々の設備投資見通しは決して過大ではないだろう。

(4) 所得環境は緩やかな改善が見込まれる

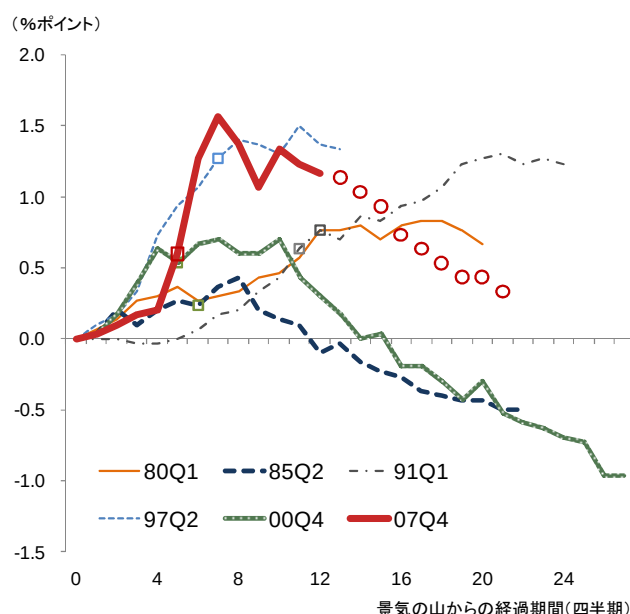
過去の景気循環と同様に失業率は高止まりしているが・・・

2010 年 10-12 月期の失業率は平均 5.0%と、7-9 月期の 5.1%から 0.1%ポイント低下した。2010 年 12 月には 4.9%と 2010 年 2 月以来 10 カ月ぶりに 5%を下回ったが、5%前後という水準は足下の雇用環境が依然として厳しい状況にあることを示している。ただし、景気回復初期における失業率の高止まりは過去の景気循環においても共通してみられた現象である。我々は景気が再加速するにつれて先行きの失業率は緩やかに低下すると見込んでいる（図表 4-1）。

残業代やボーナスの増加を主因にマクロ所得は急回復

雇用環境には引き続き厳しさが残っている一方で、所得環境は明確に改善している。実質マクロ賃金（毎月勤労統計における常用労働者の受け取った実質賃金総額）は 2009 年に大幅に減少したものの、2010 年は一転、前年比ベースでは 1996 年以来となる高い伸びを示した（図表 4-2）。実質マクロ賃金が増加した背景には、物価の下落が実質賃金を押し上げた面もあるが、過去の景気回復局面と比較して一般労働者（フルタイム労働者）の所定外給与（残業代に相当）および特別給与（ボーナスに相当）の増加が早い段階でみられたことの影響が大きい。我々は、個人消費は政策効果や猛暑の影響で振れが大きくなっているものの、基調的には緩やかな増加を維持していると判断している。背景にはこうした所得環境の堅調な持ち直しがあると考えられる。

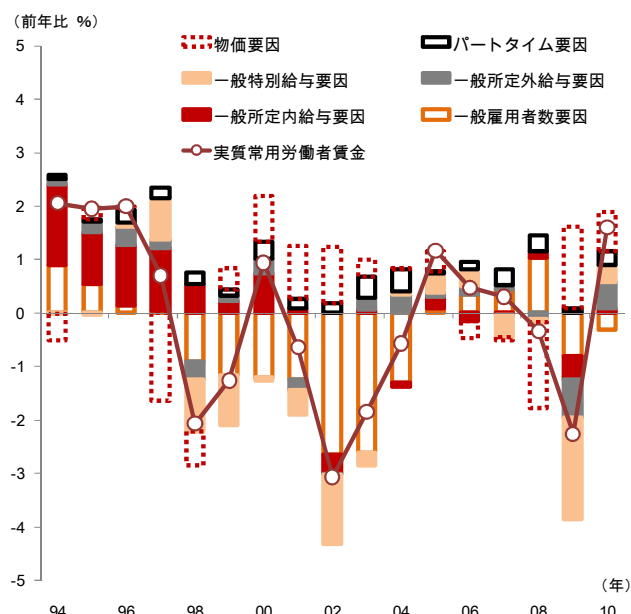
(図表 4-1) 景気の山を起点とした失業率の変化



(注)直前の景気の山と比較した失業率の累積変化を表す。四角印は景気の谷の時点を表す。なお、丸印は当社予想値。

(出所)総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 4-2) 実質マクロ賃金変動の要因分解



(注)マクロ賃金は毎月勤労統計の常用労働者ベース。なお、「一般」とは一般労働者を意味する。

(出所)厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

労働時間の調整は軽微なものに留まる見込み

企業は景気変動に応じて、最初に残業時間調整、次に賃上げ・賃下げを伴う雇用調整に踏み切ると考えられる。実際、(製造業の) 所定外労働時間は景気動向指数の一致系列、(製造業の) 常用雇用指数は遅行系列に採用されており、一般労働者の所定外労働時間ならびに所定外給与は所定内給与や雇用者数の動きに 2~4 四半期先行する傾向がある。従って、賃金や雇用の先行きを予想する上で所定外給与の動向が注目される。所定外労働時間が景気の一一致指標であることから予想がつくように、所定外給与は鉱工業生産の増減とほぼ連動している (図表 4-3)。2010 年後半にかけて鉱工業生産指数は低下し、これに足並みを揃える形で所定外給与の伸び率も縮小したが、今後は輸出の再加速に伴う生産の持ち直しが予想される中、所定外給与も 2011 年後半以降伸び率を高めよう。

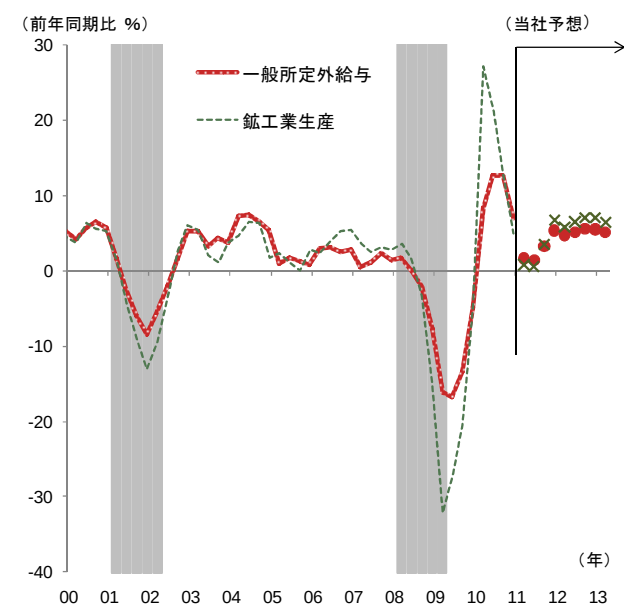
マクロ賃金は伸び率を縮小させながらも改善を続けると予想

過去の関係に基づいて 2011 年 1-3 月期以降の所得環境を試算すると、実質マクロ賃金 (前年比) は 2011 年末にかけて伸び率を縮小させるが、マイナス圏に陥るまでには到らず、2012 年には再び増加基調に戻ると推計される (図表 4-4)。需給ギャップの縮小や食料・エネルギー価格の高騰を受けた物価上昇が下押し圧力となるものの、一般労働者の所定内給与、所定外給与および雇用者数の増加を背景に、実質マクロ賃金は伸び率を縮小させながらも改善を続けると予想する。

個人消費の腰折れリスクは小さいと考える

外需主導の景気持ち直しが内需に波及する形で、日本経済の自律回復につながるかという点で、2011 年後半から 2012 年にかけての個人消費の動向が注目される。後述するように特殊要因による自動車およびテレビ向け支出が消費の足を引っ張ることが懸念されるものの、所得環境の緩やかな改善が支えとなることで、消費の腰折れリスクは小さいとみている。

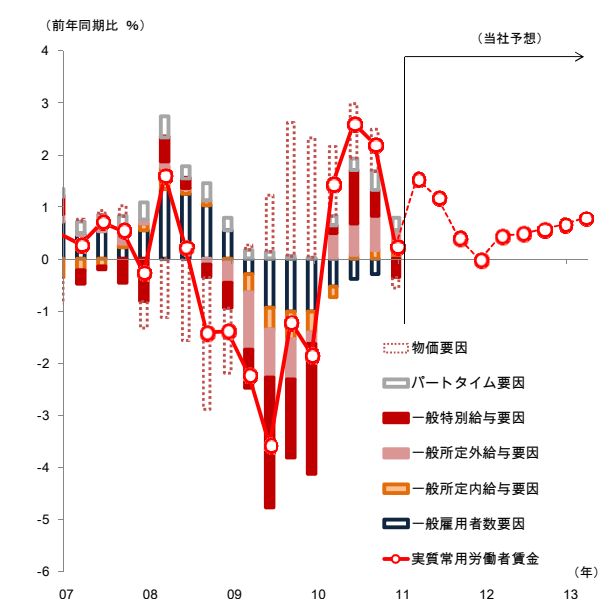
(図表 4-3) 鉱工業生産と所定外給与の見通し



(注) 網掛け部分は景気後退局面を表す。なお、「一般」とは一般労働者を意味する。

(出所) 厚生労働省、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 4-4) 実質マクロ賃金の見通し



(注) マクロ賃金は毎月勤労統計の常用労働者ベース。なお、「一般」とは一般労働者を意味する。

(出所) 厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

(5) 個人消費は特殊要因剥落後も比較的堅調な推移を見込む

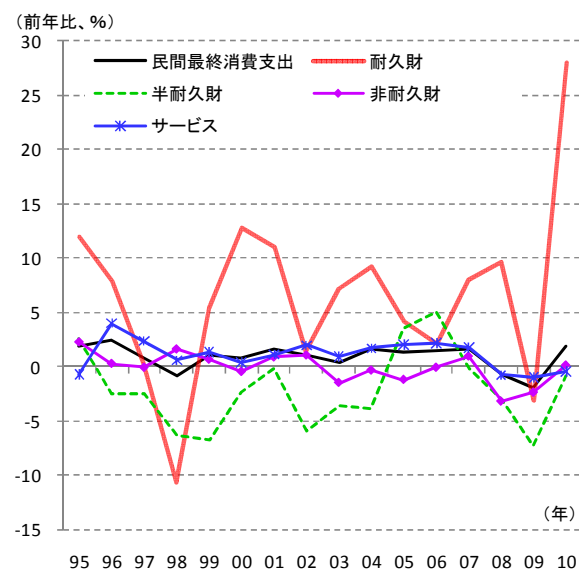
2010 年の個人消費は
耐久財消費を中心とし
た回復

2010 年の実質民間最終消費支出は前年比+1.9%となり、2008 年の同-0.7%、2009 年の同-1.9%の後、3 年振りにプラスの伸びに転じた。ただし、内訳を見ると、半耐久財が同-0.9%、非耐久財が同+0.1%、サービスが同-0.4%と低迷している中で、耐久財のみが同+27.9%と大幅な伸びを示している（図表 5-1）。耐久財消費の増加は、エコカー購入補助制度やエコポイント制度などの経済政策に支えられて、自動車やテレビ向け支出が伸びたことが大きく影響している。エコカー購入補助制度は既に 2010 年 9 月に終了し、エコポイント制度も 2011 年 3 月での終了が予定されていることから、2011 年の個人消費が反動で大幅に落ち込むのではないかと懸念する向きも多いようだ。ESP フォーキャスト 1 月調査でも、2011 年度の個人消費が再び減少するとの予測が散見される。

自動車向け支出は
2011 年の実質個人消
費を-0.2%ポイント程
度押し下げる可能性

そこで、自動車及びテレビ向け支出の反動減が、実質個人消費にどの程度のインパクトを与える可能性があるのか推定を試みた（図表 5-2）。自動車向け支出は、エコカー補助金終了後の 2010 年 10-12 月期に反動で大幅に減少したこともあり、2010 暦年での個人消費押し上げ寄与は+0.2%ポイント程度に留まった。2011 年は一般社団法人日本自動車工業会の需要予測（乗用車需要台数は前年比-10.3%）を用いて試算すると、同-0.2%ポイント程度の押し下げ効果があるとの結果が得られた。

(図表 5-1) 財・サービス別実質個人消費の推移



(出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 5-2) 実質個人消費に対する寄与度

	(%ポイント)	
	2010年	2011年
自動車寄与度	0.2	-0.2
テレビ寄与度	0.8	-0.3
計	1.0	-0.5

(注) 乗用車販売台数及びテレビ国内出荷実績などより、自動車及びテレビへの消費が実質民間最終消費支出に与える影響を試算したもの。2011 年の自動車販売台数は一般社団法人日本自動車工業会の需要予測を利用、テレビ販売はアナログテレビの残存数などから野村證券金融経済研究所が推定。

(出所) 内閣府、社団法人電子情報技術産業協会、一般社団法人日本自動車工業会資料より野村證券金融経済研究所作成

テレビ向け支出は
2011 年の実質個人消
費を-0.3%ポイント程
度押し下げる可能性

テレビ向け支出は、アナログ放送停波前の買い替え需要もあって大幅に増加しており、2010 年の個人消費押し上げ寄与度は+0.8%ポイント程度と、単一の財としては非常に大きい結果となった。2011 年の試算では、テレビ需要を以下のように推定した。家計が所有しているアナログテレビ台数は

2010 年末時点で約 3300 万台と推定されるが、そこから、地上デジタルチューナーなどの地上デジタルが視聴可能となる機器の普及台数を除き、地上デジタルが視聴できないアナログテレビの台数を求めると、約 900 万台となる。このうち、これまでチューナーなど他の機器で対応せずにデジタルテレビを購入した割合（約 8 割）、アンケート調査でアナログ放送停波までにデジタル化に対応予定と答えた約 8 割をかけると、約 600 万台となる。また、買い替え理由として故障や住居の変更との回答が約 4 割あり、2011 年も引き続き同程度の割合で買い替え需要の発生を想定すると、約 400 万台の買い替え需要が生じる。アナログテレビからの買い替え需要と、故障等の買い替え需要を合わせると約 1000 万台となり、2010 年の国内出荷実績である 2519 万台から約 6 割減少する。これを基に 2011 年の個人消費の押し下げ寄与を試算すると、-0.3%ポイント程度となった。

テレビ向け支出の押し下げ寄与が比較的小さいのは、価格下落により実質ベースでは押し上げられるため

この試算には、台数の大幅減少の割には押し下げ寄与が小さい印象があるかもしれない。これは、テレビの価格が大幅に下がっているために、名目では大きく減少しても、実質では比較的小幅な減少に留まることによる。消費者物価指数をみるとテレビ価格は 2009、10 年ともに前年比 30%程度下落しており、試算上、2011 年も同程度の下落を想定している。テレビの購入単価も下落しているが、その下落幅はテレビ価格の下落幅よりも小さく、テレビ向け支出は実質ベースでは押し上げられる。ちなみに、名目ベースでは、テレビ向け支出の個人消費への寄与度は、2010 年は+0.3%ポイント程度、2011 年は-0.6%ポイント程度となる。

政府の家計部門向け所得関連政策は 2011 年の実質個人消費を+0.21%ポイント押し上げる見込み

自動車およびテレビ向け支出を合わせた 2011 年の個人消費への寄与度は -0.5%ポイントになる。ただし、これらの効果に政府の家計部門向け所得関連政策の効果を加味する必要がある。家計部門向け政策は、2010 年は子ども手当創設や公立高校の実質無償化などにより家計の可処分所得を増加させたが、2011 年は所得税の控除縮小などにより可処分所得を減少させる見込みである。しかし、2009 年の定額給付金支給の反動減や 2010 年に実施された各種政策の継続的な効果も勘案すると、2010 年の個人消費に対する寄与度は-0.11%ポイント、2011 年は+0.21%ポイントとなり、2011 年にプラスの効果を持つ（図表 5-3）。家計部門向け政策による所得の増加分（減少分）が自動車やテレビの支出の増加（減少）に向かうことも考えられ、寄与度を単純合計することはできないが、家計部門向け政策は 2011 年の個人消費を下支えする役割を果たすとみられる。

（図表 5-3）家計部門向け所得関連政策による
個人消費及び経済成長率押し上げ効果

	(%ポイント)			
	2009年	2010年	2011年	2012年
実質民間最終消費支出	0.23	-0.11	0.21	0.05
実質GDP	0.14	-0.06	0.16	0.01

（注）家計部門向け所得関連政策は、定額給付金支給、子ども手当創設・増額、公立高校の実質無償化、農業の戸別所得補償、所得税・住民税の控除の変更など、家計の所得を直接的に増減させるとみられる政策。

（出所）政府税制調査会、財務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

所得環境の改善効果もあり、個人消費は政策効果剥落後も腰折れには至らない

以上の試算結果に加え、前述のように所得環境の改善が見込まれることから、2011 年の実質個人消費は前年比+0.3%と、伸び率は低下するものの腰折れには至らないと予想する。2012 年に関しては、耐久財の反動減効果も薄れ、同+1.1%へと持ち直すともっている。

(6) 民間住宅投資も緩やかな回復へ

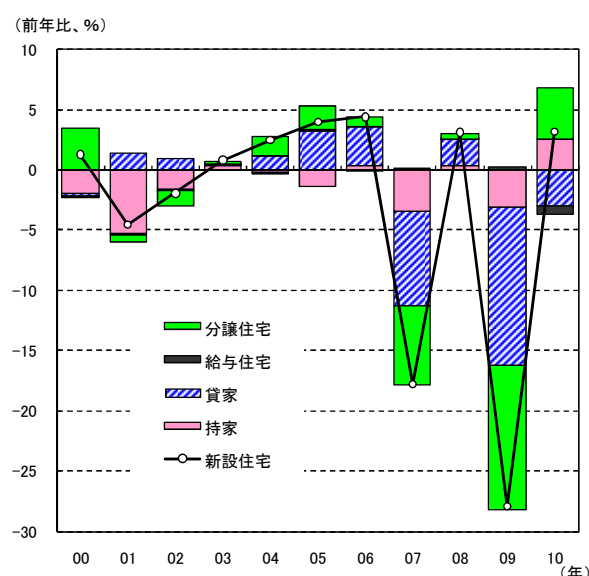
2010 年の新設住宅着工は緩やかな回復へ

2010 年の新設住宅着工戸数は前年比+3.1%と増加に転じたが、前年の同-27.9%の大幅減に比べると緩やかな回復に留まった。ただし、一戸当たり床面積が比較的広い、持家や分譲住宅中心の増加となっており、床面積では同+6.7%と比較的伸びは高い（図表 6-1）。

2011 年は、住宅向け政策の終了・縮小前の駆け込みもあり、実質民間住宅投資は前年比+5.5%増を見込む

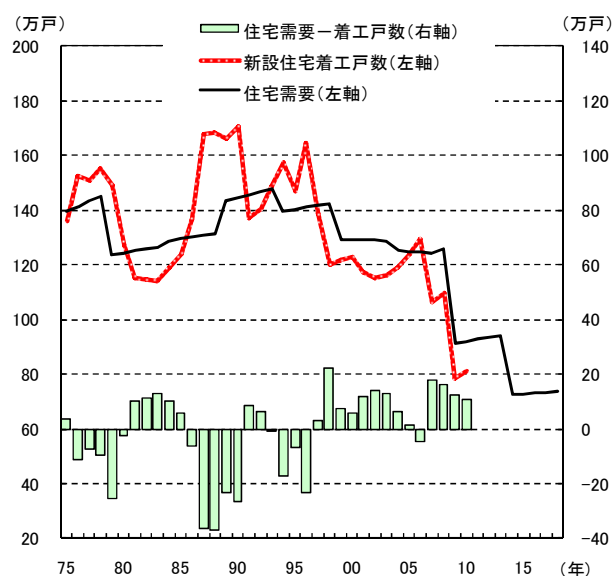
住宅投資が回復過程に入ったのは、経済の立ち直りにより所得環境が改善したことに加え、政府が各種の住宅需要刺激策を実行したことも大きいとみている。ただし、贈与税の非課税枠の拡大や住宅ローン金利減免、住宅版エコポイント制度など、2011 年末をもって終了予定の制度が多い。住宅ローン減税制度は 2013 年まで継続されるものの、控除限度額が徐々に縮小されていくため、住宅ローンを組む家計にとっては早期の住宅取得が比較的不利となる。そのため、政策終了・縮小前の駆け込み需要も勘案し、2011 年の実質民間住宅投資は前年比+5.5%増加するが、2012 年はその反動もあって同+2.9%へと伸び率が低下する見通しである。

(図表 6-1) 利用関係別住宅着工戸数の推移



(出所) 国土交通省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 6-2) 新設住宅着工戸数と潜在需要



(注) 住宅需要は、住宅総数、世帯数、住宅減失率、空き家率などを基にした推定値。住宅総数など一部のデータが 5 年毎の発表のため、5 年置きに段差が生じている。

(出所) 総務省、国土交通省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村證券金融経済研究所作成

足下の新設住宅着工戸数は想定される潜在需要を下回っており、短期的にはなお増加の余地がある

人口減少が進む中で住宅投資が増加することについて、疑問視する向きもあろう。しかし、住宅ストックや世帯数、空き家率、住宅減失率などから、2009～13 年の新設住宅需要は年平均 92.3 万戸と推定される（図表 6-2）。実際の住宅着工戸数は 2009 年が 78.8 万戸、2010 年が 81.3 万戸と潜在的な需要を下回っており、短期的には住宅着工戸数はなお増加する余地があるとみている。

(7) デフレ圧力の緩和が鮮明化

国際商品市況に影響を受ける CPI

CPI 総合指数は生鮮食品価格の上昇を背景に、2010 年 10 月には前年比 +0.2%と、2008 年 12 月の同+0.4%以来、約 2 年ぶりの上昇を示した。世界的なインフレ懸念が台頭する中で、今後はコア CPI（生鮮食品を除く総合指数）が上昇に転じ得るのが注目される。

コア CPI の構成項目の中では、国際商品市況の上昇によりエネルギーがプラス寄与を続けている（図表 7-1）。足下のエネルギー価格上昇の背景としては、中東情勢の緊迫化による供給懸念を一因として挙げることができる。加えて、新興国の台頭や先進国の景気回復に伴う需要増加期待や、先進国の大幅な金融緩和を背景としたマネーフローといった、より基調的な要因もあり、国際商品市況は、今後も上昇を続けると見込まれる。野村グローバル・エコノミスト・チームでは、ブレント原油価格の前提を 2011 年平均 89 ドル/バレルから 104 ドル/バレルへと大幅に上方修正した。

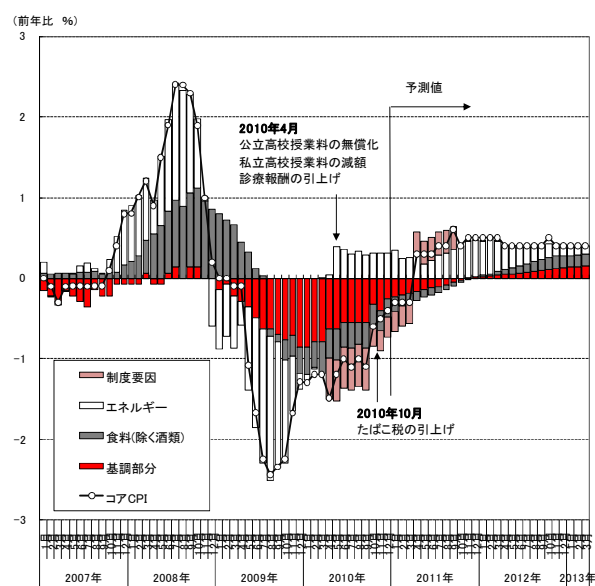
基調部分も改善を鮮明化

加えて、基調部分（食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数）でも改善傾向が鮮明化している。高校授業料の無償化やたばこ税の引き上げなど、前年比に与える影響が 1 年間に留まる制度要因を除くと、基調部分のコア CPI 上昇率に対する寄与度は、2010 年 1 月の -0.8 ポイントを底に直近 2010 年 12 月には同 -0.2 ポイントとなり、マイナス幅が大きく縮小している。景気回復を背景とした需給状態の改善によって、デフレ圧力が着実に緩和していることが改めて確認される（図表 7-2）。

物価見通しを大幅上方修正

以上のような情勢の変化を踏まえて、日本の消費者物価見通しを大きく修正した。前回の 11 年度前年比 -0.2%、12 年度同 +0.2% から、今回は 11 年度同 +0.4%、12 年度同 +0.4% へと大幅に上方修正した。11 年度について内訳を見ると、基調部分の改善ペースを速めたことが +0.2 ポイント、原油前提を変更したことが +0.3 ポイント、為替前提を変更したことが +0.1 ポイント、それぞれ上方修正要因となっている。

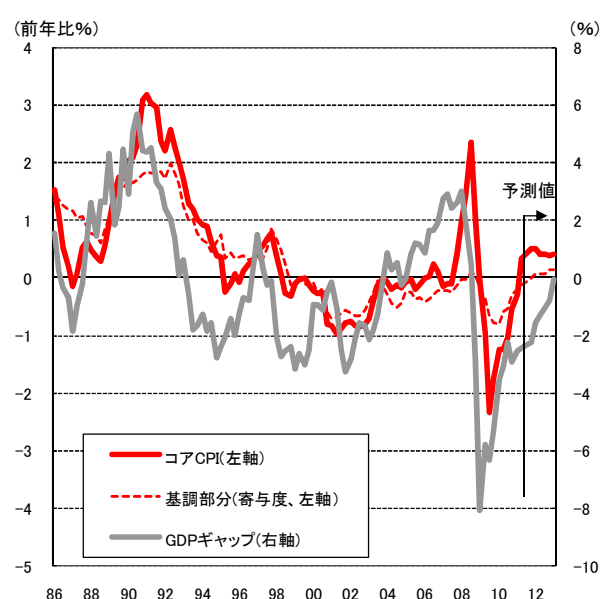
(図表 7-1) 消費者物価の推移



(注) 1. コア CPI は生鮮食品を除く総合指数、基調部分は食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数。
 2. 「制度要因」は、2010 年 4 月における公立高校授業料の無償化、私立高校授業料の減額、診療報酬の引き上げ、2010 年 6 月における一部高速道路無料化(CPI には 7 月分より反映)、2010 年 10 月におけるたばこ税の引き上げ。

(出所) 総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 7-2) 消費者物価と需給ギャップの推移



(注) 需給ギャップ=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP

(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

コア CPI 上昇率は 4 月にプラス化

また、2011 年の消費者物価は、制度要因によって大きく変動することに注意を要する。足下のコア CPI 上昇率は、2010 年 4 月に始まった高校授業料無償化によって-0.5%ポイント、2010 年 10 月に行われたたばこ税の引き上げによって+0.2%ポイント、それぞれ影響を受けている。これらの影響は 1 年間で剥落する。特に前者の影響が大きい。当社では、コア CPI 上昇率は 3 月の前年比-0.3%から、4 月には同+0.3%へと一挙にプラス化すると予想している。

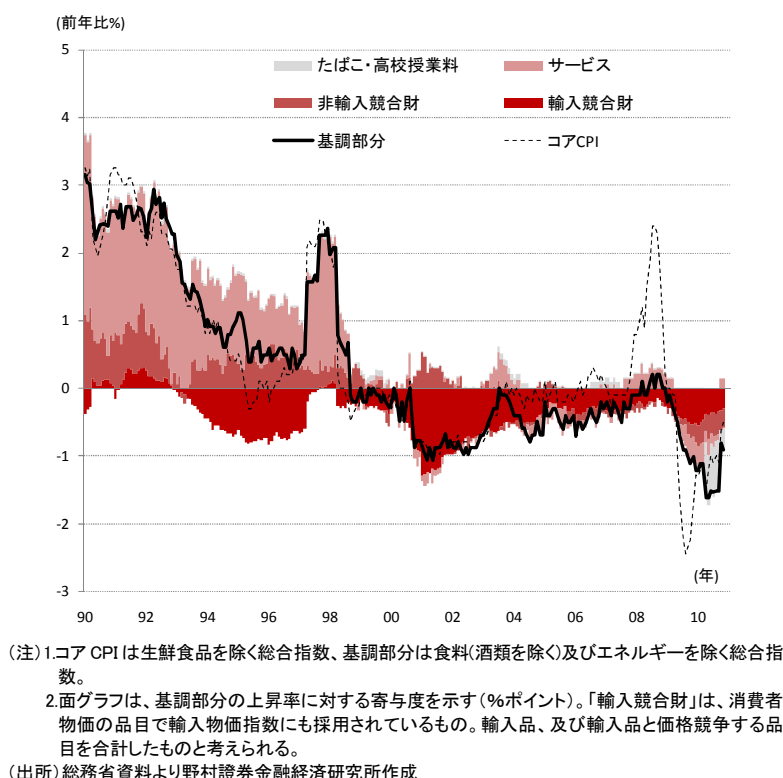
8 月の基準改定による影響は-0.5 ポイント

他方、8 月には 5 年に一度の CPI の基準改定が実施される。公表資料に基づけば、コア CPI 前年比の最新値は 2011 年度について 0.5%ポイント程度下方修正されると予想される。すなわち、現行 2005 年基準での当社のコア CPI 予想である 11 年度前年比+0.4%は、2010 年新基準では同-0.1%となる。

中国のインフレが上振れ要因

現時点では、基準改定後の CPI 上昇率は再びマイナスに転じると予想している。ただし、こうした見通しを上振れさせるリスク要因として、中国の賃金上昇を伴うインフレが挙げられる。

(図表 7-3) 消費者物価の推移



輸入競合財がデフレに大きく影響

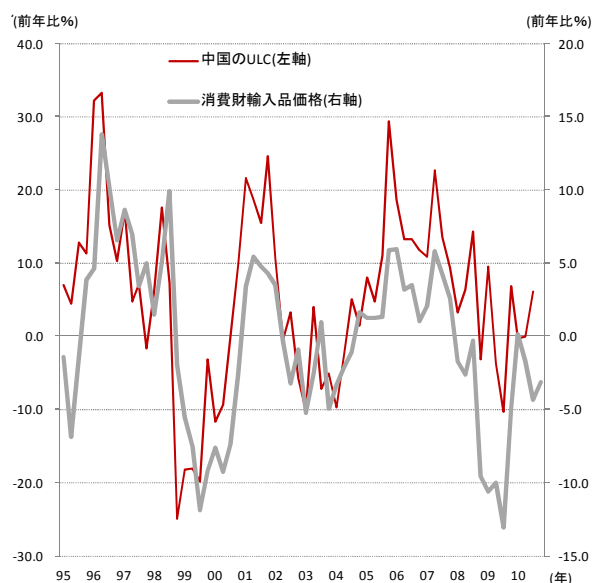
日本の消費者物価が、輸入製品価格にどの程度の影響を受けているのか見てみよう。図表 7-3 は日本の消費者物価を寄与度分解したものである。消費者物価構成品目のうち、輸入品と競合する品目を「輸入競合財」として分類している。2000 年代の日本では、サービスのプラス寄与が大きく縮小した結果、輸入競合財の動きに大きく左右される状況が続いてきた。

消費財輸入物価は、中国での製造費用に左右される傾向を強めている。産出量 1 単位あたりの費用を測ることのできるユニットレーバークスト(=人件費/産出量、以下「ULC」)を、中国について算出したものが図表 7-4 である。日本にとっての費用を示すため、円建てで表示している。消費財輸入物価が中国の ULC に連動していることがわかる。

輸入物価が上昇基調へと転じる可能性が高まっている

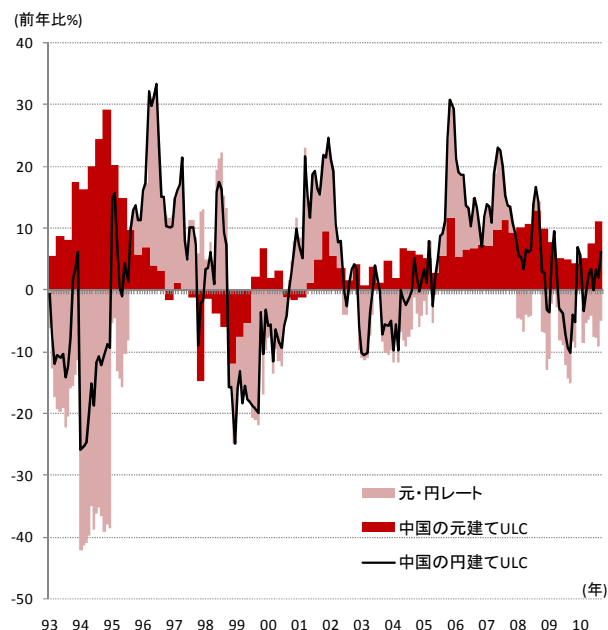
図表 7-5 では、日本からみた中国製品の円建て ULC を中国固有の要因と為替要因とに分解した。2010 年は中国固有の要因が ULC を押し上げる傾向を強めてきたものの、円高がその影響を相殺してきた様子がうかがえる。2010 年末以降、円高が鎮静化しつつあることを踏まえれば、円建てで見ても中国の ULC の上昇が顕著になると考えられる。消費財輸入物価が上昇基調へと転じる可能性が高まっていると言える。

(図表 7-4) 中国の ULC と消費財輸入物価の推移



(注)中国の ULC は、円建て。定義は右図の注参照。
(出所) 日本銀行、ブルームバーグ資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 7-5) 中国の円建て ULC の要因分解



(注)ULC: ユニットレーパーコスト。データの制約上、(中国都市部の雇用者報酬の伸び)-(中国全体の実質 GDP 成長率)として計算。
(出所)ブルームバーグ資料より野村證券金融経済研究所作成

(8) 日銀は様子見姿勢を継続

「包括緩和」は経済・金融面で一定の効果を発揮したと評価

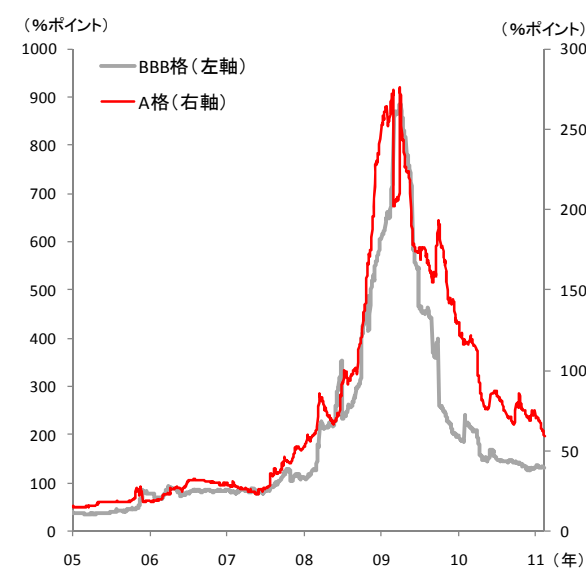
日銀「包括金融緩和政策」の効果を抽出することは容易ではない。ただし、導入後の経済・金融市場動向を確認すると、米国における QE II（量的緩和第二弾）の実施と相まってアナウンスメント効果以上の効果を発揮したと評価できる。特に社債、株式、不動産投資信託（J-REIT）など、リスク資産市場では一定の効果があつたようだ。国債市場においても、白川総裁自身、時間軸政策の効果が長期金利の安定に寄与しているとの見解を示している。

もちろん、金融市場の改善が金融緩和のみでもたらされた訳ではなく、米国を筆頭とした外部環境改善の恩恵が大きい点は論を待たない。それでもなお、日本経済が踊り場を迎える中で、リスク資産市場が改善傾向を維持したことが、景気下支えの点でも効果を発揮した面がある。

日銀は 9 カ月振りに景気認識を上方修正

日銀は 2011 年 2 月の決定会合において景気認識を 9 カ月振りに上方修正した。景気の現状に対して「改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある」と踊り場からの脱却が進んでいるとの見方を示した上で、先行きに関しては「改善テンポの鈍化した状態から脱し、緩やかな回復経路に復しているとみられる」とした。踊り場脱却宣言こそ見送られたものの、日銀が景気回復に対して自信を深めている様子がうかがえる。

(図表 8-1) 事業債の対国債スプレッド



(注) 事業債は残存年限 1-3 年のもの。
(出所) 野村証券金融市場調査部

(図表 8-2) 東証株価指数と東証 REIT 指数の推移



(注) REIT: 不動産投資信託
(出所) ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

注目される追加緩和の有無

一方で、日本経済は依然としてデフレギャップを抱えており、これを解消するまでには今しばらく時間を要するとみられる。包括緩和政策が効果を持ちうるならば、景気認識が改善する中で追加緩和を実施する選択肢もあろう。実際に日銀には、2003～04 年に景気認識を上方修正すると同時に当座預金残高の引き上げを続けた経験がある。

しかし、以下三つの理由から、現下の局面において日銀が追加緩和を実施する可能性は低いと考える。

白川総裁は非伝統的な金融緩和策には慎重

第一は、当時とは金融政策の主導権を握る総裁が異なる点である。当時の日銀の政策スタンスは、速水元総裁から福井前総裁への交代に伴って大幅に転換された。就任後の政策変更の実績を見る限り、白川総裁は福井前総裁に比べ、明らかに非伝統的な金融緩和策に関しては慎重である。

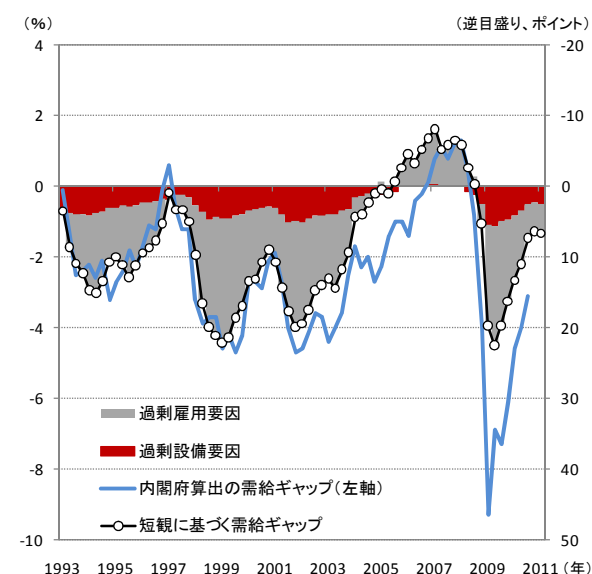
為替介入との協調は想定できない

第二は、当座預金残高を目標とした当時の金融政策は、政府による大規模為替介入と協調して実施された面が大きかった点である。もちろん、日銀が追加緩和の根拠として為替介入を明示した訳ではないが、当時の政策変更の実態を見る限り、為替介入資金を非不貳化する形で緩和策を実施することによって、両政策の効力を拡大する意図があったと考えられる。

日銀内で構造的な景気下押し要因を懸念している様子はない

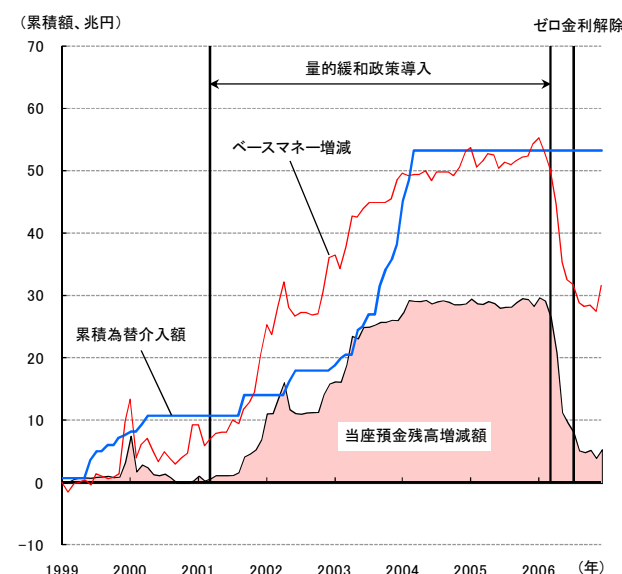
第三は、日銀が構造的な景気下押し要因の存在を懸念している節が見受けられない点である。当時の日銀では、循環的な景気回復の確度が高まる中でも、設備・雇用・債務の三つの過剰解消による構造的な景気下押し圧力を緩和する意図が、中銀内で共有されていたと推察される。現在の日銀では、そのような構造調整圧力を懸念している様子はいかたがえ。

(図表 8-3) 日本の需給ギャップ



(注) 1. 短観に基づく需給ギャップは設備過剰感、雇用過剰感を労働分配率で加重平均。
 2. 労働分配率 = 人件費 / (人件費 + 営業利益 + 減価償却費) × 100 と定義。
 3. 短観の 1-3 月期の値は 12 月調査の「先行き」。
 4. 内閣府需給ギャップ = (実績 GDP - 潜在 GDP) / 潜在 GDP × 100。
 (出所) 内閣府、財務省、日銀資料より野村證券金融経済研究所作成

(図表 8-4) 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

当面は様子見姿勢を継続すると予想する

以上の点を勘案し、日銀は当面の間、様子見姿勢を継続すると予想する。ただし、日本経済がいまだに踊り場脱却前夜にある点を踏まえると、円高・株安が再燃した場合には、追加緩和策が実施される可能性が依然として残されよう。

利上げは 2013 年末以降

また、利上げ時期に関しては、引き続き 2013 年度中になると予想する。日銀は事実上のゼロ金利解除の要件として「物価安定の理解」に基づいて判断することを明らかにしている。我々の物価見通しに基づけば、コア消費者物価の前年比がプラス圏に転じるのは、基準改定後のベースで 2013 年後半になる見込みである。

(9) 期待される財政健全化へのステップ

政府は 2011 年度予算案を閣議決定

2010 年 12 月下旬に政府は、2011 年度（平成 23 年度）予算案を閣議決定した。同予算案で、一般会計総額は 2010 年度当初予算の 92 兆 2,992 億円を僅かに上回り、過去最大の 92 兆 4,116 億円となった。また新規国債発行額は 2010 年度とほぼ同額の 44 兆 2,980 億円となった。「約 44 兆円以下」とした財政健全化目標はなんとか達成されるものの、税収が国債発行額を下回るという異常事態が 2 年連続で容認されることになった。また歳入面では、特別会計の剰余金などいわゆる「埋蔵金」で 7 兆円程度が確保されるなど、恒久財源ではなく一時的な財源に大きく依存した不安定な財政の構図が続いている。

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

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

2011 年度予算・税制改正の経済効果は小さい

2011 年度税制改正大綱に基づく、税制改正による 2011 年度実質 GDP 成長率に与える影響は+0.1%と小幅プラスと試算された。一方、一般に予算の経済効果は何をベースにするかで大きく異なるためその推定は難しいが、ここでは 2011 年度政府予算案のうち、主要な経済政策についてその経済効果を試算した。具体的には第 1 に「子ども手当」の増額、第 2 に「元気な日本復活特別枠」のうち新成長戦略、マニフェスト関連等、第 3 に公共事業費約 5%削減である。これら 3 つの政策の経済効果を合計すると、2011 年度の実質 GDP 成長率を 0.1%強押し下げる計算となった。税制改正の影響を合計すると、2011 年度実質 GDP 成長率への影響は-0.1%弱と小幅なマイナスとなる（図表 9-1）。

(図表 9-1) 2011 年度予算・税制改正の経済効果試算

2011 年度予算の経済効果			
	実質GDP	実質設備投資	実質個人消費
1)「子ども手当」の増額 (約2,000億円)	0.01	0.01	0.01
2)「元気な日本特別枠」の新成長戦略・マニフェスト関連 (約9,000億円)	0.04	0.03	0.06
3) 公共事業費5.1%削減 (1.03兆円)	-0.17	0.12	-0.02
小計(1) : 1)+2)+3)	-0.11	0.16	0.06
2011 年度税制改革の経済効果			
	実質GDP	実質設備投資	実質個人消費
1) 法人向け減税 法人税率5%引き下げ (1.5兆円)	0.15	0.95	0.02
その他法人減税 (1,350億円)	0.01	0.09	0.00
2) 法人向け増税 環境税、欠損金繰越控除制度見直し等 (8,350億円)	-0.08	-0.53	-0.01
3) 個人向け(純)増税 (3,200億円)	-0.01	-0.01	-0.02
小計(2) : 1)+2)+3)	0.06	0.50	-0.01
合計: 小計(1)+小計(2)	-0.05	0.65	0.05

(注) 1. 計数は、2011 年 4 月に実施した場合の 2011 年度成長率への影響を表す(%)
 2. 内閣府短期経済モデル(2008 年版)を用いた野村證券金融経済研究所の試算値。
 3. 2011 年度予算の経済効果について、同政府予算案、2011 年度税制改革の経済効果は、同税制改革大綱に基づく試算値。
 4. 公共事業費 5%削減の効果は、名目公的固定資本形成が 5%削減される効果として計算。土地収用費などを除いた真水を 8 割とした。
 (出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

日本国債が格下げに

2011 年 1 月 27 日、格付機関のスタンダード&プアーズ(S&P) 社が日本の外貨建て・自国通貨建て長期ソブリン(政府)格付けを「※AA」から「※AA-」へ引き下げることを発表した(見通しは「※安定的」)。今回の決定は、長期にわたる日本の財政環境の累積的な悪化と、それに対して政府が抜本的な解決策を講じてこなかったことを受けた結果と言える。

(注) ※は無登録の格付け業者が付与した格付け。

金融市場への悪影響は限定的

ただし、今回の決定が債券市場を中心に日本の金融市場に与える悪影響は、当初予想された通り限定的であった。その背景として 3 点挙げられる。第一に、足下の財政環境について、追加的に悪材料が出た訳ではない。むしろ菅政権は、財政環境の改善を視野に、社会保障と消費税を含む税制改革一体化に積極的に取り組む姿勢を強く打ち出している。第二に、今回の日本国債の格下げは、日本の財政環境の厳しさを改めて国民や国会議員に印象づけ、危機感を高めることを通じて、財政健全化に向けた今後の議論を後押しする可能性も考えられる。第三に、過去の経験によると、国内投資家の影響力が極めて大きい日本の国債市場では、国債格付け変更による影響は比較的限られてきた。

6 月の「社会保障と税の一体改革」案に注目

日本の国債市場及び財政環境を巡る次の注目点は、政府が進める「社会保障と税の一体改革」の議論の行方である。政府は 4 月までに社会保障制度改革の方向性をまとめ、6 月までに消費税率引き上げを含む社会保障制度改革案をとりまとめる予定である。ただし、4 月 10 日及び 24 日の統一地方選挙を終えるまでは、議論が本格化する公算は小さいと言えよう。

財政健全化に向けた議論は進む見込み

財政健全化を視野に入れた消費税率引き上げを含む社会保障制度改革の議論が与野党間でどの程度進展するかは、すぐれて政治的な要因で決まる傾向が強く、それを予想することは難しい。しかしながら、第一に、消費税率引き上げを通じた財政健全化の必要性については、与野党間でかなりコンセンサスが形成されているとみられる点、第二に、既に指摘したように、今回の日本国債の格下げが、財政健全化に向けた議論を後押しする可能性がある点、第三に、足下での景気持ち直し傾向も、財政健全化策を後押しする要因となりうる点を踏まえると、6 月にまとめる改革案は、やや玉虫色的な内容にとどまる可能性は十分にあるとしても、先行きの財政再建への期待を大きく後退させ、金融市場に甚大な悪影響を及ぼす可能性は小さいだろう。消費税については、幅と時期は明示されなくとも、引き上げの方向は明示されると予想する。

本格回復へ向け無視できない政府の役割

日本経済は輸出主導で 2011 年上期には踊り場局面を脱し、内需の改善を伴う安定回復へと移行すると予想している。こうした動きが本格的な内需主導の回復とデフレ克服に繋がるか否かは、不安定な政治情勢下で、2011 年度予算・予算関連法案可決、法人税率引下げ、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）参加決定、「社会保障・税制一体化改革」取りまとめ等の重要な経済政策が進められ、企業流出の加速回避、金融市場の安定維持が実現されるかに依存しよう。

景気回復の足取りはより確かなものに

景気の拡大基調に弾みがついたことに加え、社会保障税減税や金融市場が落ち着きを取り戻したことから、2011 年前半の実質 GDP 成長率は堅調な足取りをたどるとみられる。

景気動向

景気は 2010 年 10-12 月期に大きく回復し、2011 年前半の堅調な拡大基調に向け、弾みがついたとみられるが、景気は、依然として次のような強い向かい風を受けている。(1) 医療保険制度改革や金融制度改革が実施されるが、その時期や効果が依然として不透明で、雇用や投資の障害となる、(2) 家計部門のディレバレッジ（債務返済）が個人消費を抑制する一方で、債務不履行に陥った住宅差し押さえの法的手続きが遅れることで、不動産価格の底入れに時間がかかる、(3) 州や地方政府の緊縮予算が支出や雇用の伸びを抑制する、(4) 住宅市場には幾分改善がみられるが、住宅販売件数や住宅建設は過去の標準に比べて大幅に低迷した状況が続く公算が大きい。

物価動向

コア消費者物価（CPI）の前年同月比上昇率は過去 4 年間にわたり低下傾向をたどってきたが、2011 年には下げ止まろう。実際、2010 年 10 月以降はマイナスを記録しておらず、既に物価上昇率の低下局面を脱した可能性がある。だが、幅広い産業で余剰生産能力が拡大した状態にあり、国内経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は依然としてデフレ圧力を示している。その一方で、ドル安が進み、商品価格が上昇を続け、家賃（米国の消費者物価指数に占める構成比は 31%以上）が上昇に転じはじめた。

財政・金融政策

米連邦準備制度理事会（FRB）が 1 月 25～26 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）では、6,000 億ドルの長期国債を購入する量的緩和委第二弾（QE2）の維持を適切ととらえられたようだ。FRB は QE2 を予定どおり完了し、追加的な措置は実施されないと我々はみている。QE2 に踏み切ったことから、2012 年末までは、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標引き上げ（並びに超過準備に対する付利率引き上げ）の可能性は低いだろう。新会期が発足した米議会も政府支出の規模と範囲を制限する意向とみられ（小さな政府を目指す）、財政政策による追加景気刺激の可能性は小さいだろう。

リスク要因

リスクは上方向、下方向ほぼ均衡している。下振れリスクとしては、不動産価格のさらなる下落が個人消費の伸びを抑え、金融システムの新たな悪化につながる可能性がある。一方、景況感の改善、財政刺激、金融市場の改善などが生じれば、景気回復が加速しよう。

米国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	2.6	3.2	3.4	3.1	2.8	2.5	1.7	2.6	2.9	3.0	2.4
個人消費	2.4	4.4	3.8	2.8	2.5	2.5	1.0	2.3	1.8	3.2	2.0
非住宅固定資本形成	10.0	4.4	3.9	7.9	8.6	8.4	7.0	6.2	5.5	7.1	6.8
住宅投資	-27.3	3.4	1.2	10.4	10.7	9.4	8.5	15.4	-3.0	2.1	10.6
政府支出	3.9	-0.6	-1.6	-1.6	-1.8	-3.2	-2.1	-1.7	1.1	-0.5	-2.0
輸出(財・サービス)	6.7	8.5	8.0	7.0	6.1	7.5	7.5	7.6	11.7	7.5	7.4
輸入(財・サービス)	16.8	-13.6	2.3	3.3	3.2	4.1	3.3	4.4	12.6	2.8	3.8
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	2.6	3.4	2.7	2.6	2.5	2.2	1.2	2.3	2.0	2.8	2.3
在庫投資	1.6	-3.7	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	1.4	-0.4	0.0
純輸出	-1.7	3.4	0.7	0.4	0.3	0.3	0.5	0.3	-0.5	0.5	0.1
失業率(%)	9.6	9.6	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	9.7	9.0	8.6
非農業部門雇用者数 (前期差、1,000 人)	-73	128	150	175	200	200	200	200	87	181	219
住宅着工件数(季節調整済み 年率、1,000 戸)	589	538	610	658	685	713	756	793	587	667	799
消費者物価(前年比%)	1.2	1.2	1.7	1.9	1.8	1.4	0.8	1.1	1.6	1.7	1.1
コア消費者物価	0.9	0.6	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	1.1
連邦財政収支(対 GDP 比%)									-9.0	-8.5	-6.9
経常収支(対 GDP 比%)									-3.4	-3.6	-3.4
連邦準備制度理事会(FRB)											
証券ポートフォリオ保有高 (兆ドル)	2.04	2.16	2.54	2.64	2.64	2.64	2.64	2.54	2.16	2.64	2.34
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
3 カ月物ドル LIBOR 金利(%)	0.29	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.75
2 年物財務省証券利回り(%)	0.42	0.61	0.75	1.00	1.00	1.00	0.90	1.25	0.61	1.00	1.50
5 年物財務省証券利回り(%)	1.26	2.01	2.00	2.50	2.25	2.25	2.00	2.25	2.01	2.25	2.75
10 年物財務省証券利回り(%)	2.51	3.36	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	3.50	3.36	3.50	3.75
30 年物住宅ローン金利(%)	4.32	4.86	5.00	5.00	5.00	5.00	4.90	5.00	4.86	5.00	5.25

(注) 1. 金利は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 失業率は労働力人口に対する比率の期間平均、非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。

4. 財政収支は年度(前年 10 月～9 月)。

5. 2011 年 2 月 10 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

忍び寄るインフレ懸念

インフレが徐々に加速している。欧州中央銀行（ECB）は向こう数カ月にかけて、タカ（インフレ警戒）派姿勢を強める可能性が高い。

景気動向

ユーロ圏の景気回復は広がりを見せはじめた。輸出の堅調、内需の回復に波及し、この動きに弾みがつくと予想される。投資の回復は 2011 年後半以降に勢いを増すものとみられる。また、企業景況感の高い水準に加え、企業の債務削減が最終段階にきていることを示す兆候がみられることも回復を支えよう。さらに、労働市場が改善し、失業率が低下しはじめることで、個人消費はプラスの伸びを確保しよう。しかし、各国毎には景気回復の程度はまちまちで、主要国がユーロ圏全体の景気をけん引する一方、周辺国では、債務削減や財政緊縮が景気の重石となろう。

物価動向

商品価格の急騰が続き、引き続きインフレ圧力が強まる要因となろう。さらに労働市場の改善により域内の物価上昇圧力が高まる可能性がある（野村では 2011 年の雇用者報酬の伸び率を前年比+1.8%と予想するが、2012 年は同+2.7%と、2000 年から 2007 年にかけての平均同+2.3%を上回るとみている）。また、過去のユーロ安ならびに今後の下落の見込み、間接税引き上げの可能性などにより、物価上昇圧力が強まる可能性がある。2011 年の HICP 上昇率は、欧州中央銀行（ECB：中央銀行）の政策目標値（前年比+2.0%を下回るが、これに近い値）を上回り、2012 年は政策目標近辺で推移すると予想しているが、上振れの可能性がある。

財政・金融政策

2011 年は実質 GDP 成長率が長期トレンド（基調）に近づく一方、HICP が ECB の政策目標の上限を上回って推移するとみられることから、ECB 内で、実質金利がマイナスとなる金融政策を不適切と見なす声が高まる可能性がある。2011 年に入り、政府債務危機が緩やかに緩和すれば、ECB は危機対応として供給した流動性を徐々に吸収し、タカ（インフレ警戒）姿勢を維持し、利上げへ向けた環境を醸成し、2011 年 9 月には利上げに踏み切ると野村では予想している。我々は利上げ開始時期に関するリスクは前倒し方向、先送り方向均衡しているとみており、ECB が 7-9 月期までに流動性供給の枠組みを完全に危機前の形に戻すと予想している。

リスク要因

内需が上振れする可能性はあるが、政府債務問題の再燃により、ユーロ圏の景気回復に影響する可能性がある。ただし、ユーロ圏主要国の力強い回復は、周辺国の脆弱な推移を相殺するに足ろう。野村は、ユーロ圏は分裂の危機を乗り越え、脱退する国はないとの見方を継続する。

ユーロ圏経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.3	1.7	1.9	2.2
個人消費	0.5	1.7	0.1	0.6	1.1	1.3	0.9	1.2	0.8	0.8	1.1
固定資本形成	-1.0	3.6	0.0	1.5	2.4	2.7	4.0	4.3	-0.9	1.8	3.6
政府消費	1.7	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.6	0.1	-0.1
輸出(財・サービス)	7.8	5.5	6.2	6.3	6.5	6.9	7.0	7.3	9.8	7.1	7.0
輸入(財・サービス)	5.9	7.0	2.4	3.6	4.5	5.3	5.6	6.1	10.3	5.3	5.6
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	0.4	1.7	0.0	0.6	1.0	1.2	1.3	1.5	0.5	0.9	1.5
在庫投資	0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.3	0.1	0.0
純輸出	0.8	-0.6	1.7	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6	-0.1	0.8	0.7
失業率(%)	10.0	10.0	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	10.0	9.9	9.6
雇用者報酬(一人当たり、前年比%)	1.6	1.6	1.7	1.5	1.8	2.1	2.4	2.6	1.7	1.8	2.7
労働生産性(前年比%)	2.1	1.8	1.7	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	2.1	1.3	1.4
単位労働コスト(前年比%)	-0.5	-0.2	0.0	0.4	0.8	0.9	1.1	1.3	-0.5	0.5	1.3
財政収支(対 GDP 比%)									-6.2	-4.6	-3.4
経常赤字(対 GDP 比%)									-1.4	-0.8	-0.5
消費者物価(HICP、前年比%)	1.7	2.0	2.5	2.3	2.5	2.4	2.0	1.9	1.6	2.4	2.0
政策金利(主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.50	1.50	1.00	1.50	2.00
3 カ月物ユーロボー金利(%)	0.89	1.01	1.05	1.30	1.52	1.77	1.77	1.77	1.01	1.77	2.27
10 年物ドイツ国債利回り(%)	2.26	2.90	3.05	3.25	3.55	3.70	3.80	3.90	2.90	3.70	4.10
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.31	1.32	1.32	1.34	1.35	1.35	1.34	1.33	1.32	1.35	1.30

(注) 1. 金利・為替は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. HICP: EU 標準消費者物価指数

4. 失業率は労働力人口に対する比率。

5. 2011 年 2 月 11 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

大幅な減速を回避し年後半に加速へ転じる

2011 年前半の実質 GDP 成長率は緊縮財政により抑えられるものの、後半には加速に転じよう。CPI 上昇率は 2011 年 2 月にピークを付けようが、インフレ率は前年に続き、年間を通じて高止まる可能性が高い。

景気動向

2010 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比-0.5%と、悪天候の影響から大方の予想を大きく下回ったが、当局の推定ほど悪くはなく二次速報値の段階で上方修正されると我々はみている。2011 年 1-3 月期は悪天候の影響の反動が付加価値税（VAT）率引き上げの影響を相殺しよう。2011～12 年末まで、著しい金融緩和とポンド安が続き、景気に対する極めて強い追い風になることが予想される。財政再建計画、信用ひっ迫、実質賃金の減少、脆弱な住宅市場などの悪材料はあるものの、景気の追い風がこれを上回ろう。こうした中、これまでの政府支出、そして程度はより小さいが民間消費に代わって、外需や民間投資が景気の下支え役となり、成長の不均衡是正が進もう。

物価動向

VAT 税率引き上げや商品価格上昇などの「一時的」な要因により、インフレ率はこれまで同様、高止まりを続ける見通しだ。これらの要因により、CPI 上昇率が 2011 年 2 月に前年同月比+4.3%でピークに達しようが、その後も、年末までは同+3.0%を上回る水準で推移すると予想している。イングランド銀行（BOE：中央銀行）の総裁は、CPI 上昇率が政策目標値（前年比+2.0%）の上下 1%を逸脱すると、その理由を説明する財務相への書簡提出が求められる。既存の提出分を合わせ、四半期毎の書簡提出は最終的に連続 8 回に上るとみられる。しかし、GDP ギャップ（(実際の GDP－潜在 GDP)/潜在 GDP）の大幅なマイナス幅が解消せず、また前年の高い上昇の反動から、2012 年には CPI 上昇率が政策目標を下回る水準まで鈍化する可能性が高い。だが、野村の予想通りとなっても、インフレは 2 年以上にわたり政策目標を上回ることになり、5 年間の平均インフレ率は前年比+3.0%となる。

財政・金融政策

野村の基本シナリオでは、BOE は 2011 年 8 月まで政策金利を据え置き、緩和的な金融政策を継続すると予想している。だが、インフレが政策目標を上回る水準で高止まり、インフレ期待が上昇していることから、利上げの時期が予想より早まる可能性が高まりつつある。また、2014/15 年度（2014 年 4 月～2015 年 3 月）を目処に構造的経常赤字の黒字転換を目指す財政健全化策が、2011 年年初から本格化することにより、2011 年、2012 年の GDP が年 1.5%押し下げられる見通しである。

リスク要因

成長に関する野村予想には下振れリスクがあるが、インフレには上振れリスクがある。また、利上げ時期が野村予想の 8 月よりも早まる可能性がある。

政策金利に関する予測
を 2 月 15 日に変更(記
注)

ノムラ・インターナショナル plc は BOE のインフレに関する見解表明を受け 2 月 15 日に、8 月から 3 カ月おきに利上げが実施されるとの従来予想に加えて、5 月にも利上げが実施されると予想を変更し、11 年末、12 年末の政策金利(オフィシャル・バンクレート)予想をそれぞれ 1.25%、2.25%へ修正した。この予測変更は、下の英国経済見通し要約表、及び巻末の世界経済見通しには反映されていません。

英国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010 年	2011 年	2012 年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	2.9	-0.9	2.5	1.7	2.8	2.8	3.1	2.6	1.5	1.9	2.8
民間消費	0.8	0.0	0.4	0.9	3.0	2.6	2.8	2.5	1.1	1.1	2.6
固定資本形成	14.1	2.3	2.6	0.2	-0.4	1.9	4.5	4.3	3.5	3.1	3.2
政府消費	-1.5	-1.6	-0.8	-1.1	-1.0	-1.6	-1.6	-1.6	1.1	-1.0	-1.5
輸出(財・サービス)	6.1	5.4	5.0	4.7	6.3	6.6	6.6	6.4	5.3	5.9	6.3
輸入(財・サービス)	6.9	6.1	1.0	2.0	3.2	2.7	3.4	3.6	8.1	3.7	3.2
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	2.3	0.0	0.5	0.4	1.7	1.6	2.1	1.9	1.5	1.0	1.8
在庫投資	1.0	-0.6	1.0	0.7	0.4	0.2	0.2	0.0	0.9	0.5	0.2
純輸出	-0.4	-0.4	1.0	0.7	0.7	1.0	0.8	0.7	-0.9	0.5	0.8
失業率(%)	7.7	7.9	7.9	7.9	7.7	7.6	7.4	7.3	7.9	7.8	7.2
財政収支(対 GDP 比)									-10.2	-8.5	-6.6
経常収支(対 GDP 比)									-2.4	-2.2	-1.6
消費者物価(前年比%)	3.1	3.4	4.3	4.2	4.2	3.8	2.2	2.1	3.3	4.1	2.0
小売物価(前年比%)	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7	4.3	2.8	2.8	4.6	4.8	2.7
政策金利(オフィシャル・バンクレート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.50	1.00	2.00
10 年物国債利回り(%)	3.06	3.51	3.40	3.45	3.75	3.90	4.00	4.10	3.51	3.90	4.30
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.84	0.83	0.81	0.80	0.79	0.78	0.78	0.77	0.83	0.78	0.76
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.56	1.57	1.63	1.68	1.71	1.73	1.73	1.72	1.57	1.73	1.71

(注) 1. 金利・為替は期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 在庫投資は統計誤差を含む。

4. 失業率は労働力人口に対する比率。

5. 財政収支は暦年の公的部門純借入額に基づく。

6. 2011 年 2 月 11 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

長期間の金融引き締め局面入り

インフレ期待が高く、加えて再び景気加速を示す兆候が表れ始めたことから、さらに金融引き締めが実施されよう。

景気動向

2010 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+9.8%と、7-9 月期の同+9.6%から加速し、2010 年通年では前年比+10.3%を達成した。旺盛な内需、特に消費の寄与度拡大が成長をけん引した。月次経済指標は 2010 年 10-12 月期の経済活動が上向いたことを示している。2010 年 12 月の鉱工業生産の伸びは前年同月比+13.5%と、10 月の同+13.1%、11 月の同+13.3%から加速した。また、12 月の小売売上高（名目）の伸びも前年同月比+19.1%へ、11 月の同+18.7%から加速した。2010 年の都市部固定資産投資（名目）の伸びは前年比+24.5%と、堅調だった。さらに、2010 年 12 月のマネーサプライ（M2）の伸びと貸出残高の伸びはいずれも前年比+20%近辺まで加速する一方、2010 年 10-12 月期に外貨準備高は前期比約 2,000 億ドルの記録的増加となった。

物価動向

2010 年 12 月の消費者物価（CPI）上昇率は、金融引き締めや食糧品の価格統制、前年同月の数字が高かった反動などを反映し、前年同月比+4.6%と、11 月の同+5.1%から減速した。この一方で、食料品を除く CPI 上昇率は 11 月の同+1.9%から同+2.1%へと小幅加速した。また、12 月の生産者物価（PPI）上昇率は 11 月の同+6.1%から同+5.9%へ、わずかな減速にとどまり、今後 CPI が大幅に上昇する可能性を示唆している。中国物流購買連合が 2 月 1 日に発表した 2011 年 1 月の購買担当者指数（PMI）の投入価格指数も 12 月の 66.7 から 69.3 へ上昇し、潜在的な物価圧力を示している。政府は消費拡大による、投資に偏った経済構造の是正を目指しており、余剰生産能力は徐々に縮小しよう。投入コスト（原材料や賃金）の上昇、過剰流動性を踏まえると、CPI の前年同月比上昇率は 1 月に大幅に加速するとみられ、2011 年の平均を前年比+4.5%と予想する。

財政・金融政策

インフレ圧力の高止りが続くともみられるなか、中国の金融引き締めはまだ緒に就いたばかりといえよう。中国人民銀行（PBC：中央銀行）は 2 月 8 日、預金と貸出の基準金利の 0.25%ポイント引き上げを発表したが、この動きに続き、我々は、2011 年中に政策金利が計 0.75%ポイント、1-3 月期に預金準備率が 0.50%ポイントそれぞれ引き上げられ、2011 年通年では政策金利が合計 1.00%ポイント、預金準備率が同 2.50%ポイント引き上げられると予想している。また、2011 年の銀行貸出純増額は約 8 兆元が予想され、前年比では+16.7%と、名目 GDP 成長率に沿った水準となろう。同時に、政府はさらなる行政措置を発表して、補助金支給を増やし（米生産の推進）、食料供給を増やし、食料価格を抑制しよう。さらに、中央政府が不動産市場に対する規制を強化している一方、上海と重慶では、1 月 28 日、投機を抑えるため房産税（不動産税）が初めて導入された。第 12 次 5 ヶ

年計画は、より持続可能な経済成長の質を高めることを目指す改革の力強い一歩となろう。

リスク要因

政策当局は難しい舵取りを迫られている。インフレ抑制に過剰に反応すれば、投資が大幅に減速し、景気失速に陥る可能性が高まる。反対に、実質預金金利の大幅マイナス状態を放置し、過度に緩和的な政策を続ければ、資産価格バブルに陥り、最終的にバブル崩壊につながる可能性がある。

中国経済見通し要約表

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2010年	2011年	2012年
実質 GDP(前年比%)	9.6	9.8	9.4	9.7	9.9	10.0	9.0	9.4	10.3	9.8	9.5
消費者物価(前年比%)	3.5	4.7	4.1	4.5	4.9	4.4	5.0	5.2	3.3	4.5	5.0
コア消費者物価(前年比%)	1.1	1.5	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.4	0.9	2.3	2.5
小売売上高(名目、前年比%)	18.4	18.8	20.1	19.7	19.9	20.1	20.3	20.6	18.4	20.0	21.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	24.0	23.8	23.0	23.5	22.5	22.0	20.5	22.5	23.8	22.0	21.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	13.5	13.3	12.8	14.2	15.1	16.0	15.1	14.1	15.7	14.5	14.2
輸出(米ドル建て、前年比%)	32.3	25.2	18.0	10.0	9.5	12.0	17.5	11.2	31.3	12.0	12.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	27.1	29.6	12.0	14.0	13.0	16.0	14.0	17.0	38.7	13.8	16.0
貿易収支(10 億米ドル)	65.7	63.1	35.3	31.4	59.1	61.9	53.2	12.1	183	188	147
経常収支(対 GDP 比%)									5.2	4.1	3.1
財政収支(対 GDP 比%)									-1.6	-1.3	-1.0
人民元建貸出の純増額 (兆元)									8.0	8.0	8.4
1 年物貸出基準金利(%)	5.31	5.81	6.06	6.31	6.56	6.81	7.06	7.31	5.81	6.81	7.56
1 年物預金基準金利(%)	2.25	2.75	3.00	3.25	3.50	3.75	4.00	4.50	2.75	3.75	5.00
預金準備率(%)	17.00	18.50	19.50	20.00	20.50	21.00	21.00	21.00	18.50	21.00	21.00
人民元/米ドル為替レート (人民元)	6.70	6.62	6.50	6.40	6.30	6.22	6.14	6.06	6.62	6.22	5.90

(注) 1. 金利・為替レートは期末値。

2. 太字は実績値、その他は野村予測。

3. 財政収支は年度(1～12 月)、中央政府・地方政府連結ベース。

4. 預金準備率予想は大手銀行対象で、これらの銀行が銀行預金残高全体の半分以上を占める。なお、10 月 15 日に実施された 0.5%ポイントの預金準備率引き上げは反映していない(公式発表されておらず、メディア報道などによると、大手銀行の一部に一時的に適用されている模様)。

5. 2011 年 2 月 11 日現在。

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

世界経済見通し

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
全世界	4.9	4.4	4.5	3.4	4.0	3.6	3.08	3.65	4.16
先進国	2.7	2.4	2.4	1.5	2.0	1.5	0.60	0.86	1.16
新興国	7.5	6.7	6.7	5.7	6.2	5.8	5.96	6.78	7.37
米州	3.7	3.3	2.8	3.4	3.4	3.0	2.24	2.56	2.81
米国	2.9	3.0	2.4	1.6	1.7	1.1	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.9	2.3	2.6	1.8	2.0	2.0	1.00	2.00	3.50
ラテンアメリカ	6.1	4.3	4.2	8.8	8.5	8.2	8.43	9.39	9.92
アルゼンチン	9.0	5.0	4.7	25.9	24.4	25.4	10.81	12.00	11.00
ブラジル	7.5	4.4	4.8	5.9	5.5	4.5	10.75	12.25	10.75
チリ	5.5	6.5	5.0	3.0	3.5	3.0	3.25	4.00	5.00
コロンビア	4.8	5.0	4.5	3.2	3.5	3.7	3.00	4.00	7.00
メキシコ	5.3	4.0	3.4	4.4	3.9	4.0	4.50	4.50	7.50
ペネズエラ	-1.9	1.5	1.5	27.2	30.1	32.0	17.80	20.00	22.00
アジア・太平洋地域	8.0	6.8	7.1	3.6	4.4	4.2	4.25	5.08	5.62
日本	3.9	1.4	2.2	-0.7	0.4	0.5	0.05	0.05	0.05
豪州	2.8	3.3	3.8	2.9	3.4	3.1	4.75	5.25	5.25
ニュージーランド(NZ)	1.5	2.8	3.4	2.3	3.9	2.4	3.00	3.75	4.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	9.2	8.1	8.3	4.6	5.3	5.0	5.18	6.14	6.76
中国	10.3	9.8	9.5	3.3	4.5	5.0	5.81	6.81	7.56
香港	6.5	4.7	5.3	2.4	4.5	4.9	0.28	0.40	0.40
インド	8.8	8.0	8.6	9.4	7.9	6.2	6.25	7.25	7.75
インドネシア	6.1	6.5	7.0	5.1	7.1	5.8	6.50	7.50	7.50
マレーシア	7.0	5.2	5.5	1.7	3.3	3.2	2.75	3.25	3.25
フィリピン	7.3	5.4	5.7	3.8	5.0	5.4	4.00	5.00	6.50
シンガポール	14.6	5.3	5.8	2.8	3.2	3.0	0.44	0.40	0.40
韓国	6.1	3.5	5.0	2.9	4.0	3.0	2.50	3.50	4.00
台湾	10.5	5.3	5.3	1.0	2.5	3.1	1.63	2.13	2.63
タイ	7.7	4.8	5.2	3.3	4.2	4.4	2.00	2.75	3.25
ベトナム	6.8	7.2	7.5	9.2	11.8	8.7	9.00	10.00	10.00
欧州先進国	1.8	2.0	2.3	1.9	2.7	2.0	0.95	1.49	2.11
ユーロ圏	1.7	1.9	2.2	1.6	2.4	2.0	1.00	1.50	2.00
フランス	1.5	1.7	2.0	1.7	2.1	1.9	1.00	1.50	2.00
ドイツ	3.5	3.0	2.5	1.2	2.2	1.8	1.00	1.50	2.00
ギリシャ	-4.1	-3.2	0.9	4.7	2.6	0.5	1.00	1.50	2.00
アイルランド	-0.6	0.1	1.7	-1.6	1.0	0.7	1.00	1.50	2.00
イタリア	1.1	1.1	1.4	1.6	2.6	2.2	1.00	1.50	2.00
オランダ	1.7	1.8	2.2	0.9	2.1	2.2	1.00	1.50	2.00
ポルトガル	1.4	-1.2	0.6	1.4	3.0	1.3	1.00	1.50	2.00
スペイン	-0.1	0.6	1.0	1.8	2.9	1.9	1.00	1.50	2.00
英国	1.5	1.9	2.8	3.3	4.1	2.0	0.50	1.00	2.00
デンマーク	2.2	2.5	2.2	2.3	1.8	1.7	1.05	1.55	2.05
ノルウェー	1.9	2.9	3.3	2.5	1.4	2.1	2.00	2.75	3.75
スウェーデン	5.3	4.5	2.5	1.3	2.4	1.9	1.25	2.25	3.75
スイス	2.7	2.2	2.3	0.7	0.6	1.1	0.75	1.75	2.75
その他新興国(EEMEA)	4.3	4.3	4.0	6.0	6.9	6.0	5.75	6.09	6.68
チェコ	2.3	1.4	2.6	1.5	2.5	2.0	0.75	1.25	2.00
エジプト	5.3	1.2	3.1	10.3	12.1	9.5	8.25	8.25	9.00
ハンガリー	1.5	2.0	2.5	4.9	4.7	3.8	5.75	5.00	5.00
イスラエル	3.3	4.0	4.0	2.7	3.3	3.4	2.00	3.25	3.75
カザフスタン	6.8	5.9	5.2	7.2	7.8	6.7	7.00	7.25	7.00
ポーランド	3.8	4.5	4.6	2.6	3.5	3.4	3.50	4.50	5.50
カタール	16.5	20.2	14.0	1.5	3.6	3.5	1.50	1.50	2.00
ルーマニア	-2.0	1.5	2.5	6.1	4.0	3.0	6.25	6.25	7.50
ロシア	4.0	4.1	3.7	6.9	9.6	6.9	7.75	8.00	8.00
サウジアラビア	4.0	5.0	4.0	5.4	5.6	5.0	2.00	2.00	2.50
南アフリカ	2.8	3.3	3.8	4.3	4.5	6.0	5.50	6.00	8.50
トルコ	7.2	5.4	4.3	8.6	6.0	7.0	6.50	7.25	8.25
ウクライナ	4.1	4.8	5.0	9.4	11.2	10.5	7.75	7.75	7.50
アラブ首長国連邦	2.3	4.1	3.5	-0.3	2.0	3.0	2.00	2.00	2.50

- (注) 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国 GDP の割合を基に算出。実質 GDP、消費者物価指数は年間平均値。先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイス。上記以外の国・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、2010 年平均の 80 ドル/バレルに対し、2011 年 104 ドル/バレル、2012 年 106 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. 2010~2012 年の米国の政策金利は、フェデラルファンド金利誘導目標範囲(0~0.25%)の中心値。2010~2012 年の日本の政策金利は、無担保コール・オーバーナイト誘導目標範囲(0~0.1%)の中心値。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. 2011 年 2 月 14 日現在。

(出所) 野村グループ

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

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

無登録格付に関する説明書

野村證券株式会社

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

○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（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> の上段「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」
<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 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。

○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。

○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。

以上

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