

2011 年度～2013 年度の経済見通し

『日本経済：景気は一時的に足踏みするが失速は回避』

2011 年度実質 GDP 成長率：+0.4%

2012 年度実質 GDP 成長率：+2.1%

2013 年度実質 GDP 成長率：+1.7%

2011 年 11 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11月14日時点]

[2011年8月15日時点]

		11年度 (予)	12年度 (予)	13年度 (予)	11年度 (予)	12年度 (予)	13年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	0.4	2.1	1.7	0.8	2.7	2.1
	<内需寄与度>	1.1	1.9	1.5	1.0	2.0	1.5
	<民間内需>	0.5	1.6	1.8	0.3	1.7	1.8
	<公的内需>	0.6	0.2	-0.3	0.7	0.2	-0.3
	<外需寄与度>	-0.6	0.2	0.3	-0.2	0.7	0.6
	民間最終消費支出	0.3	0.9	1.3	-0.4	1.0	1.3
	民間住宅投資	5.9	3.7	4.4	2.0	3.9	4.2
	民間企業設備投資	1.0	6.3	5.4	2.8	6.1	6.0
	民間在庫品増減<寄与度>	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
	政府消費	2.7	1.1	0.9	2.4	1.1	0.9
	公的固定資本形成	1.4	0.8	-13.4	6.6	0.9	-13.5
	財貨・サービス輸出	-0.7	5.0	6.2	0.7	7.3	7.0
	財貨・サービス輸入	4.6	4.7	6.3	2.6	4.1	5.3
	名目国内総支出	-1.2	1.8	2.0	-0.9	2.3	2.3
	GDPデフレーター	-1.7	-0.3	0.3	-1.8	-0.4	0.2
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-2.0	4.0	4.2	2.7	7.1	4.8
	国内企業物価	1.8	0.3	1.0	2.3	1.2	1.4
	消費者物価	-0.2	0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.1
	除く生鮮食品	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	0.1
	完全失業率(%)	4.3	4.0	3.7	4.5	4.2	3.9
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-2.8	2.9	6.8	-0.3	9.0	12.7
	貿易収支(兆円)	-1.8	3.7	7.4	1.0	9.9	13.5
	貿易・サービス収支(兆円)	-3.5	2.0	5.7	-0.4	8.5	12.1
	経常収支(兆円)	8.2	13.4	18.3	9.9	19.1	23.7

(注) 断りがない限り、前年度比%。-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

(出所) 野村證券

経済見通し前提表

	2011年度	2012年度	2013年度
ドル円相場(年度平均)	80.0 (79.0)	84.0 (84.0)	90.0 (90.0)
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0-0.10 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)	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)	89.0 (103.0)	79.0 (97.0)	76.0 (93.0)

(注) WTI は米国軽質原油。カッコ内は 2011 年 8 月 15 日時点。

(出所) 野村證券

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)

	11年 1-3	4-6	7-9	10-12(予)	12年 1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	13年 1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	305528.3 -0.5 -0.9	306030.9 0.2 -0.5	308997.9 1.0 0.1	308565.3 -0.1 0.5	309398.4 0.3 1.3	309986.3 0.2 1.3	310761.3 0.3 0.6	311569.2 0.3 1.0	312098.9 0.2 0.9	312847.9 0.2 0.9	313817.8 0.3 1.0
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	12816.3 1.4 5.2	12678.2 -1.1 3.1	13315.3 5.0 7.5	13541.7 1.7 7.1	13555.2 0.1 5.8	13595.9 0.3 7.2	13700.6 0.8 2.9	13819.8 0.9 2.1	13957.9 1.0 3.0	14111.5 1.1 3.8	14323.2 1.5 4.5
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	73045.6 -1.1 1.8	72696.0 -0.5 -1.3	73474.3 1.1 -0.4	74717.3 1.7 1.1	76130.5 1.9 4.2	77400.8 1.7 6.5	78445.7 1.4 6.8	79420.1 1.2 6.3	80452.5 1.3 5.7	81498.4 1.3 5.3	82598.6 1.4 5.3
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-2171.4 -0.2	-1297.8 0.2	-287.7 0.2	-1267.7 -0.2	-1117.7 0.0	-917.7 0.0	-617.7 0.1	-417.7 0.0	-217.7 0.0	-17.7 0.0	182.3 0.0
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	103981.2 0.9 2.7	104671.3 0.7 2.4	105080.7 0.4 2.4	106160.6 1.0 3.0	107044.7 0.8 2.9	106808.8 -0.2 2.0	107221.8 0.4 2.0	106594.9 -0.6 0.4	106968.0 0.4 -0.1	107342.4 0.4 0.5	107718.1 0.4 0.5
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	18300.5 -1.1 -14.1	18978.1 3.7 -3.9	18443.1 -2.8 -6.1	19121.9 3.7 3.3	20121.6 5.2 10.0	20943.7 4.1 10.4	20083.3 -4.1 8.9	19296.2 -3.9 0.9	17757.8 -8.0 -11.7	17070.1 -3.9 -18.5	17109.0 0.2 -14.8
公的在庫投資 <前期比寄与度>	258.1 0.0	271.9 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0	314.7 0.0
純輸出 <前期比寄与度>	25925.9 -0.2 -2.8	21637.6 -0.8 -16.5	24646.5 0.4 13.9	23918.2 -0.1 -3.0	23756.3 0.0 -0.7	24412.3 0.1 2.8	24879.6 0.1 1.9	24966.7 0.0 0.3	25150.3 0.0 0.7	25688.8 0.1 2.1	26270.2 0.1 2.3
輸出 (前期比) (前年同期比)	85139.0 0.2 6.4	80913.4 -5.0 -5.3	85965.7 6.2 1.1	85259.0 -0.8 0.4	85790.5 0.6 0.8	86816.2 1.2 7.3	88027.4 1.4 2.4	89319.9 1.5 4.8	90762.5 1.6 5.8	92217.0 1.6 6.2	93626.5 1.5 6.4
輸入 (前期比) (前年同期比)	59213.1 1.7 8.3	59275.8 0.1 3.2	61319.2 3.4 5.1	61340.8 0.0 5.3	62034.2 1.1 4.8	62404.0 0.6 5.3	63147.8 1.2 3.0	64353.3 1.9 4.9	65612.2 2.0 5.8	66528.3 1.4 6.6	67356.3 1.2 6.7
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	536471.0 -0.7 -2.7 -1.0	534720.2 -0.3 -1.3 -1.1	542503.9 1.5 6.0 0.0	543947.3 0.3 1.1 0.7	548162.6 0.8 3.1 2.2	551525.1 0.6 2.5 3.1	553784.1 0.4 1.6 2.1	554563.6 0.1 0.6 2.0	555488.2 0.2 0.7 1.3	557877.2 0.4 1.7 1.2	561377.3 0.6 2.5 1.4
GDPデフレーター (前年同期比)	87.6 -1.9	86.6 -2.2	86.6 -1.9	86.6 -1.6	86.7 -1.1	86.1 -0.6	86.2 -0.4	86.4 -0.2	86.7 0.0	86.3 0.1	86.3 0.1
鉱工業生産(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	92.3 -2.0 -2.5	88.6 -4.0 -6.8	92.4 4.3 -2.1	92.8 0.4 -1.5	94.7 2.1 2.6	94.3 -0.4 6.5	95.0 0.7 2.8	96.4 1.5 3.8	97.6 1.3 3.1	98.5 0.9 4.5	99.2 0.6 4.4
国内企業物価(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	104.3 1.1 1.8	105.6 1.2 2.5	105.5 0.0 2.7	104.8 -0.7 1.6	104.8 0.0 0.5	105.2 0.4 -0.3	105.4 0.2 -0.1	105.6 0.1 0.7	105.9 0.3 1.0	106.3 0.4 1.0	106.5 0.3 1.0
消費者物価指数(総合) (2010年=100) (前期比) (前年同期比)	99.9 0.1 -0.5	99.7 -0.2 -0.5	99.7 -0.1 0.1	99.6 -0.1 -0.2	99.7 0.1 -0.3	99.6 -0.1 -0.1	99.4 -0.2 -0.2	99.6 0.2 0.0	99.8 0.2 0.1	99.7 -0.2 0.0	99.6 -0.1 0.2
消費者物価指数(除く生鮮食品) (2010年=100) (前期比) (前年同期比)	99.8 0.1 -0.8	99.9 0.1 -0.3	99.7 -0.2 0.2	99.7 0.0 0.0	99.7 0.0 -0.2	99.6 -0.1 -0.3	99.4 -0.2 -0.3	99.6 0.2 -0.1	99.7 0.1 0.0	99.6 -0.1 0.0	99.5 -0.1 0.1
完全失業率	4.7	4.6	4.4	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.7

(注) 1.断りがない限り、10 億円単位。比率は%。

2.2011 年 7-9 月期までは実績、それ以降は野村證券予測。

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、総務省資料より野村證券作成

金融不安を乗り切る日本経済

- ▶ 2011 年 7-9 月期実質 GDP1 次速報は前期比年率+6.0%と高成長を達成し、震災で一時的に大きく停滞した生産活動が迅速に正常化に向かったことを裏付けた。ただし、10-12 月の成長率は再び低下が避けられないだろう。これは 1) 生産活動正常化の一巡、2) 海外景気減速や円高・株安の悪影響、3) 自動車生産を中心とするタイ洪水の悪影響、等によるものである。年末にかけて日本経済は一時的に足踏み状態になると予想される。しかし、日本経済が失速する可能性は依然として低いと考える。堅調な雇用・所得環境を背景に個人消費の基調が安定していることに加えて、自動車メーカー増産の景気浮揚効果や第 3 次補正予算の景気刺激効果、が期待されるためである。日本経済は厳しい環境を何とか乗り切り、年明けには再び増勢を取り戻そう。
- ▶ 自動車生産への影響を通じて、タイの洪水は 2011 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率 0.3%ポイント程度押し下げると予想される。しかし、これは短期であり、翌期以降には減少分は回復するであろう。他方、10 月からは自動車各社の増産が本格化しており、これが当面の景気を下支えしよう。自動車生産の拡大は、10-12 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率で+0.7%ポイント、2012 年 1-3 月期には同+1.9%押し上げると見込まれる。自動車部品などへの波及効果を考慮すれば、景気浮揚効果はさらに大きくなるであろう。
- ▶ 加えて、2011 年度第 3 次補正予算は 11 月末までに成立する予定である。規模は 12.1 兆円、このうち景気浮揚効果を生む復興関連及び円高対策が 9.1 兆円である。これにより、1.2%程度実質 GDP 成長率押し上げる効果が見込まれる。子ども手当廃止など歳出削減や臨時増税の効果を考慮しても、第 3 次補正予算によって 2012 年度の成長率は 1%程度押し上げられると見込まれる。
- ▶ 2011 年 7-9 月期 GDP1 次速報の発表を受けて、当社は 2011 年度～2013 年度の経済見通しを改定した。2011 年度(暦年)実質 GDP 成長率は+0.4%(同-0.3%)と、前回見通し改定時(9 月 9 日)の +0.2%(同-0.6%)から上方修正した。これは過去に遡って計数が改定されたこと等を反映させた結果である。他方、第 3 次補正予算の成立及び執行時期の後ずれと、輸出環境の悪化等を新たに反映し、2012 年度(暦年)及び 2013 年度(暦年)は下方修正となった。2012 年度(暦年)の実質 GDP 成長率は+2.1%(同+2.3%)と前回見通し改定時の+2.4%(同+2.5%)から小幅下方修正、2013 年度(暦年)実質 GDP 成長率についても、+1.7%(同+1.4%)と前回見通し改定時の+2.1%(同+1.8%)から小幅下方修正となった。

(1) 景気は一時的に鈍化するものの、失速は回避

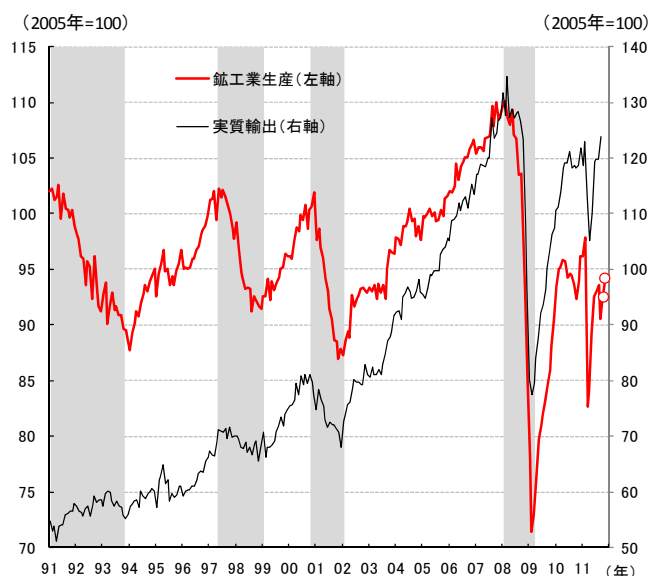
実質 GDP は 4 四半期ぶりのプラス成長

2011 年 7-9 月期の実質 GDP1 次速報は、前期比年率+6.0%（前期比+1.5%）と 1 年ぶりのプラス成長となった。日本経済が震災から迅速に復旧を遂げ、先送りされていた需要が顕在化したことを確認する結果と評価できよう。需要項目別にみると家計消費が前期比+1.0%、民間設備投資同+1.1%、実質輸出同+6.2%と軒並み反発、エコポイント終了前の駆け込み需要がみられた民間住宅投資も同+5.0%の大幅増となった。一方、公的固定資本形成（公共投資）は同-2.8%と、復興予算執行の遅れを示唆する結果となった。

復旧需要の剥落・外部環境の悪化により生産・輸出に頭打ち感

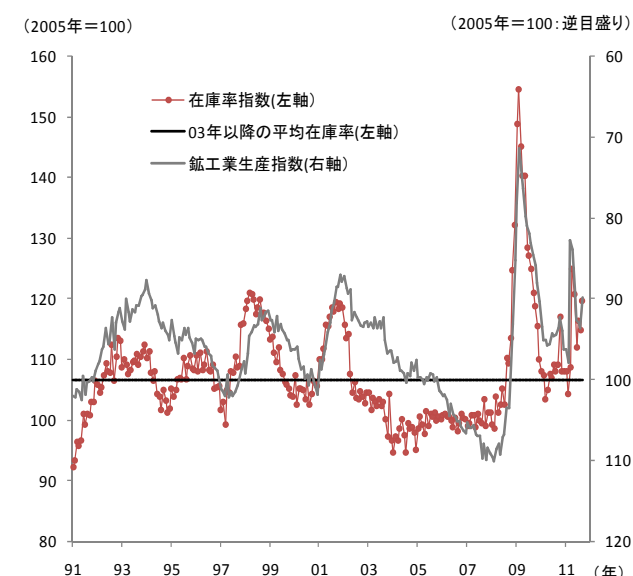
日本経済は震災直後に発生した供給制約を急速に解消し、鉱工業生産は順調に回復を遂げてきた。結果、実質輸出（日銀ベース）は、9 月には震災直前（2 月）の水準を上回るまでに回復した（図表 1）。ただし、生産高は 7 月、8 月には事前の生産計画を大幅に下回ったうえ、9 月には前月比-3.3%と急落した。企業は 10 月以降も増産を計画しているが、仮に計画通りに推移した場合でも、2 月の水準には届かない見込みである。

（図表 1） 鉱工業生産と実質輸出



注：網掛け部は景気後退期。2.白抜き丸印は予測調査の値。
出所：経済産業省、日本銀行資料より野村證券作成

（図表 2） 鉱工業生産指数と在庫率指数



出所：経済産業省資料より野村證券作成

夏場以降、生産回復ペースに頭打ち感が見受けられる背景には、供給制約の解消に伴い生産決定要因として需要側の重要性が増す中で、当初想定した程には需要が盛り上がっていないことがあろう。結果、改善傾向にあった在庫率は再び上昇に転じている（図表 2）。夏場以降も欧州債務問題に解消の目処が立たず、円高が進展、米国・中国景気がもたつくなど、外部環境は依然として低迷している。国内でも復旧需要が一巡する中で、復興需要が本格化するまでには至っていない。このような状況下

で、在庫率は 2003 年以降の平均を上回る水準まで上昇したことが、生産回復ペースの頭打ち感につながっていると考えられる。

景気腰折れリスクは限定的

年末にかけて生産回復ペースの大幅鈍化が予想される中で、下支え役として期待されるのが乗用車を含む輸送機械産業である。大手自動車メーカーは大きく落ち込んだ在庫を復元し、当初の年度生産計画を達成するため、年度後半に大幅増産する計画を堅持している。実際、輸送機械産業の在庫率を見ると、震災直後と比べて 3 割超、2003 年以降の平均比でも 1 割以上低い水準にある（図表 3）。同じく、一般機械や精密機械も長期平均値を下回っており、在庫復元に向けた増産余地が残されているとみられる。

一方、鉄鋼や非鉄金属、電子部品・デバイスといった、いわゆる生産工程の川上に位置する産業では、在庫過剰感が長期平均のみならず震災直後（4 月）の水準をも上回り、生産調整圧力の高まりが示唆される。

（図表 3）在庫率の業種別内訳

	平均 (03年以降) ①	震災直後 (11年4月) ②	直近 (11年9月) ③	乖離率(%)	
				対4月比 ③/②	対平均比 ③/①
鉱工業	106.7	124.8	119.6	-4.2	12.1
鉄鋼	104.2	112.7	120.1	6.6	15.3
非鉄金属	104.7	126.0	126.9	0.7	21.3
金属	102.3	103.8	114.6	10.4	12.0
一般機械	117.0	108.1	110.9	2.6	-5.2
電気機械	101.5	107.7	120.6	12.0	18.9
情報通信機械	101.1	146.0	112.0	-23.3	10.8
電子部品・デバイス	134.2	230.8	231.4	0.3	72.4
輸送機械	98.7	128.7	86.7	-32.6	-12.2
乗用車・バス・トラック	95.3	126.9	81.6	-35.7	-14.3
精密機械	113.7	107.8	101.2	-6.1	-11.0
化学(除く医薬品)	103.9	111.3	122.2	9.8	17.6
繊維	103.8	100.2	108.4	8.2	4.4
その他	109.5	119.5	119.0	-0.4	8.7

出所: 経済産業省資料より野村證券作成

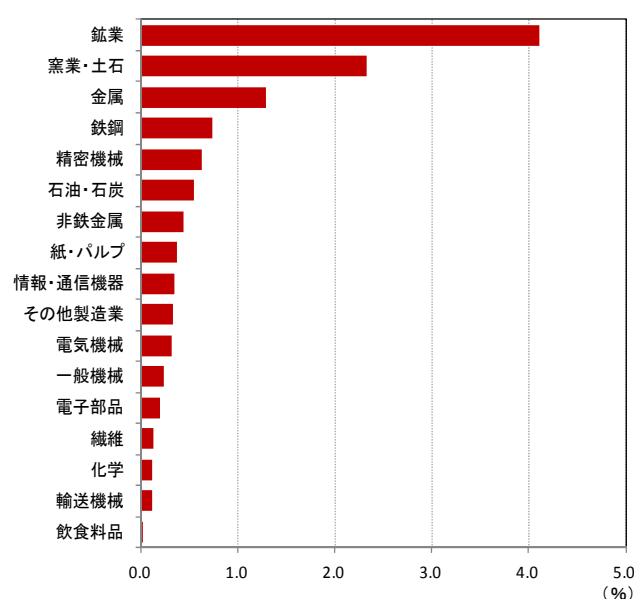
現時点で我々は、日本経済が失速する可能性は限定的であると考えている。一部の素材系業種では、今後台頭することが予想される復興需要の恩恵を受けて、再び増勢を回復することが期待される（図表 4）。12 兆円規模の第 3 次補正予算が成立すれば、第 1 次（約 4 兆円）、第 2 次（約 2 兆円）と合せて 2011 年度の補正予算は総額 18 兆円にのぼる。2012 年度も本予算で 2 兆円前後の復興対策が計上される見込みだ。

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。

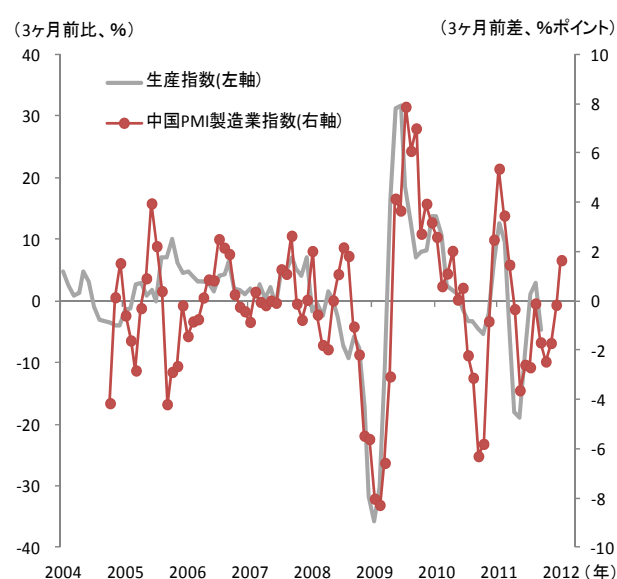
加えて、中国景気に底入れの兆しが見受けられる点も支援材料となろう。先にふれた鉄鋼や電子部品・デバイスといった産業は、中国景気の加速度と非常に高い連動性を有している（図表 5）。特に、世界経済における中国経済の存在感が一段と高まったリーマン・ショック以降は、その傾向が強まっている。中国の PMI 製造業指数をみると、足下で景気の勢いを取り戻しつつある様子がうかがえる。金融政策に関しても、インフレ率が目標値を大幅に上回って推移する中で、引き締めの政策運営を続けてきたが、インフレのピークアウトが視野に入り始めた夏場以降、引き締めスタンスが徐々に後退し始めている。我々の見通し通りとなれば、日本の生産活動は一時的に停滞するものの失速することなく、復興需要の本格化とアジアを中心とした海外景気改善の恩恵を受けて、増加基調を取り戻すと予想される。

（図表 4） 公共投資が 10%増加した場合の影響(試算)



注: 2009 年延長簡易産業連関表を使用。生産への影響。
出所: 経済産業省より野村證券作成

（図表 5） 電子部品・デバイス生産と中国 PMI 製造業指数



出所: 経済産業省、Markit Economics 社資料より野村證券作成

（2）受難続きの日本企業：タイ洪水・電力不足の影響

懸念されるタイでの洪水被害の影響

今年は日本企業にとって受難続きの年となった。3 月 11 日に発生した東日本大震災は、生産設備の破損といった直接的被害だけではなく、サプライチェーン（供給網）の寸断、電力不足問題といった供給制約を引き起こした。また、10 月上旬にはタイにおいて記録的な豪雨による洪水被害が顕在化、未だ収束していない。タイには約 7,000 社の日系企業が進出しており、日系企業の海外現地法人売上高のうち約 6.2%（2009 年）を占めている。うち、輸送機械が 46%を占めていることから、自動車メーカーを中心に日本企業の業績に悪影響が及ぶことが想定される。また、タイの自動車部品工場から日本をはじめ他の ASEAN 諸国への部品供給が滞り、製造業の供給網寸断による負の波及効果も懸念される。

輸出減少の影響は軽微

タイにおける洪水被害の全貌は未だ明らかになっていないが、ここでは一定の前提を置いた上で、日本経済に対する影響を試算した。まず、タイ経済の減速による日本からの輸出を通じた悪影響は非常に軽微であるとみられる。野村では洪水被害発生後、タイの実質 GDP 成長率見通しを前年比+4.1%から同+2.2%へと 1.9%ポイント下方修正した。結果、日本からのタイ向け輸出は 2.9%程度減少すると試算される。日本の全輸出に占めるタイ向け輸出のシェアは 4.4%（2010 年）に過ぎないことから、日本の GDP に与える影響は 0.02%程度に留まる計算となる。ただし、主要品目別に見れば鉄鋼や金属製品など、全輸出に占めるタイ向けのシェアが 1 割を超えている品目もあり、こういった業種では相対的に影響を受け易いと言える（図表 6）。

（図表 6）日本の品目別輸出入に占めるタイのシェア（2010 年）

輸出			輸入		
順位	品目	シェア	順位	品目	シェア
1	生ゴム	12.5	1	生ゴム	38.5
2	原皮及び毛皮(未仕上)	11.3	2	糖類及び同調製品・はちみつ	29.0
3	鉄鋼	11.3	3	火薬類	25.6
4	金属製品	10.2	4	ゴム製品	15.8
5	自動車の部分品	8.4	5	精油・香料及び化粧品類	15.8
6	パルプ及び古紙	8.2	6	自動車の部分品	10.3
7	非鉄金属	7.3	7	その他の調製食料品	10.2
8	石炭・コークス及び練炭	7.3	8	金属製品	9.5
9	魚介類及び同調製品	7.2	9	魚介類及び同調製品	8.8
10	紙類及び同製品	6.8	10	肉類及び同調製品	8.5
14	半導体等電子部品	5.9	15	非金属鉱物製品	5.7
17	一般機械	5.2	17	輸送用機器	5.5
18	電気機器	5.0	18	自動車	5.5
29	非金属鉱物製品	3.5	19	一般機械	5.1
38	精密機器類	2.5	20	電気機器	4.8
40	輸送用機器	2.4	21	精密機器類	4.4
51	自動車	1.1	23	半導体等電子部品	4.1
52	石油及び同製品	1.0	38	鉄鋼	1.2

注: 自動車、自動車部分品、半導体電子部品を除いて、概況品のうち統計品目番号 3 桁のもの。

出所: 財務省資料より野村證券作成

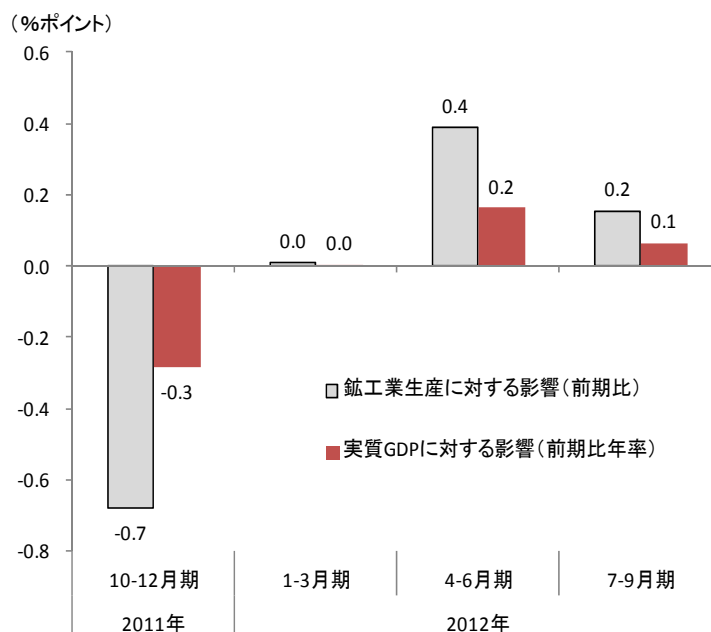
部品不足による自動車生産を通じた影響は無視できない

日本経済に対して、むしろ影響が大きいのは、サプライチェーンを通じた影響であろう。一部には日本での代替生産を実施する企業もあるようだが、数値化して捉える事が困難である（品目別輸入に占めるタイのシェアは図表 6 参照）。現時点で明らかになっている情報に基づけば、国内で最も悪影響を被るのは自動車産業であろう。自動車部品の輸入に占めるタイのシェアは 10.3%（2010 年）と比較的高い。自動車生産における部品・同付属品の輸入投入比率は 2.2%程度（2005 年）に過ぎないが、一部の自動車メーカーでは 10 月以降、部品不足による生産調整が続いている。

当社アナリストは、このような生産調整により 10-12 月期の自動車生産が当初予想比で 12.8 万台程度減少すると予想している。当初より 2012 年 1-3 月期は現行の体制でほぼフル生産に近い状況を想定していることから、調整分の一部は 2012 年 4-6 月期以降に先送りされるかたちとなる。このよう

な前提に基づいて鉱工業生産（前期比）、および実質 GDP（前期比年率）への影響を試算した結果が図表 7 である。我々の試算によれば、自動車産業を通じた洪水被害の影響は、当初の見通しに比べて 2011 年 10-12 月期の鉱工業生産を前期比 0.7%ポイント程度、実質 GDP を前期比年率 0.3%ポイント程度押し下げる結果になる。一方で、先送りされた分は 2012 年 4-6 月期以降の見通しに対して、押し上げ要因として作用する。自動車部品への波及効果を加味すれば、景気に対する振幅は更に大きくなる可能性がある。

（図表 7）自動車産業を通じたタイ洪水被害の影響（野村試算）



出所: 経済産業省、内閣府資料より野村證券作成

再び台頭する電力不足問題

年末から来年にかけて、タイの洪水被害に加えてその影響が懸念されるのが電力不足問題である。日本の電力不足を巡る状況は、基本的には今夏からほとんど変わっていない。我々は 8 月時点では、今冬以降、順次原子力発電所の再稼働が認められることを前提としたが、現時点で原発の再稼働には目処が立っていない。このため、今回の見通しでは 2012 年中は原発の再稼働は認められないとの前提を置いた。その上で、11 月 1 日に政府が公表した電力需給見通し、ならびに需給対策に基づいて電力不足の生産に対する影響を再度試算した。この場合、今冬（2012 年 1 月、2 月）、来夏（2012 年夏）には再び電力不足問題が深刻化することが想定される。

政府の電力需給見通しでは、今冬は東北、関西、九州電力の管内で予備率がマイナスに陥る事態が予想されている。政府は関西（前年同月比 10%以上の削減）、九州電力（同 5%以上）管内の需要家に対して数値目標を伴う節電要請を実施することを決定し、計画停電や使用制限の実施は見送った。

今回の決定で注目されるのは、今夏と比べて節電要請幅が緩和された点である。通常、予備率は 8%程度が適正とされ、最低でも 3%程度確保する必要があるとされている。今夏には予想される電力不

足に対して、8%程度の予備率が確保可能な節電幅が設定されたが、今冬に関しては必要最低限の3%を確保し得る節電幅に留めている。政府の節電要請が達成されることを前提として2012年1-3月期の鉱工業生産への影響を試算すると、生産抑制効果は-0.4%程度となる。

来夏の電力不足は今夏以上に深刻になる可能性

今夏と同様に2010年並みの猛暑を想定した場合、来夏の電力不足は今年に比べ深刻化することになる。政府見通しでは、9電力全ての管内で予備率は3%を下回り、東京、関西、四国、九州電力では軒並み二桁マイナスとなる見込みである。来夏の電力不足対策は、来春を目処に発表される予定である。

我々は来夏の電力不足の影響を試算する上で、1) 供給力は政府見通し通り、2) ピーク時の電力需要は歴史的猛暑となった2010年ではなく2004年以降の平均、3) 予備率が3%を下回った場合に3%の予備率を確保するだけの節電が行われる、との想定を置いた(図表8)。

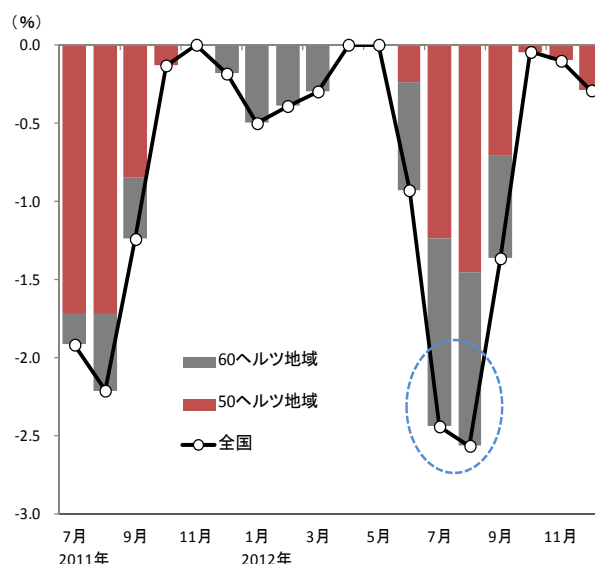
我々の試算では、電力不足が発生しなかった場合と比べた2012年8月の生産抑制効果は-2.6%程度となった(図表9)。同じく、2012年年間の抑制効果は-0.7%程度となる。従来の試算値(同-1.0%)と比べると、想定される節電抑制幅が縮小したことを主因に、生産抑制効果は小幅改善した。上述したように、試算結果は一定の前提のもとに行ったものであり、結果は幅を持つ必要がある。特に、企業は今夏に節電を乗り切った経験を有していることから、来夏にはこの経験が上手く生かされることを期待したい。

(図表8) 2012年8月の電力需給についての
野村想定

	電力需要 (万kw)	供給力 (万kw)	予備率 (%)
全国	17,504	16,297	-6.9
東日本	7,824	7,152	-8.6
北海道電力	491	474	-3.5
東北電力	1,471	1,485	1.0
東京電力	5,862	5,193	-11.4
西日本	9,680	9,145	-5.5
中部電力	2,666	2,750	3.2
関西電力	3,015	2,533	-16.0
北陸電力	548	565	3.1
中国電力	1,165	1,234	5.9
四国電力	573	529	-7.7
九州電力	1,713	1,534	-10.4

注: 電力需要は2004年から2010年のピーク時の平均値。供給力は、原子炉が全て停止した場合の政府想定。沖縄電力を除く9電力ベース。
出所: 資源エネルギー庁、国家戦略室、各社資料より野村證券作成

(図表9) 電力不足による生産への影響試算



注: 1. 沖縄電力を除く9電力ベース。
2. 50ヘルツ地域は図表8の東日本、60ヘルツ地域は西日本に対応。
3. 定期点検に入った原発は全て再稼働できないことを想定。
4. 最大電力は2011年12月から2012年2月は政府想定値、それ以外は2004年以降の平均。
5. 予備率が3%未満となった場合、最低3%程度の予備率を確保できる節電が要請されると想定。
6. 電力不足がなかった場合との比較。
出所: 野村證券作成

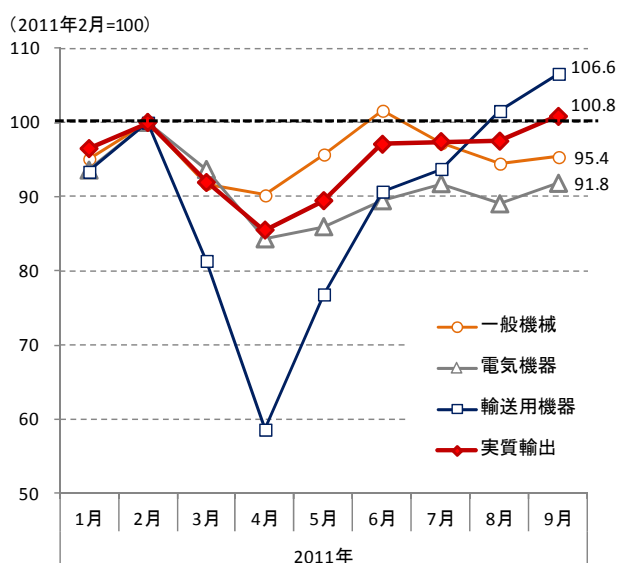
(3) 貿易赤字の主因は原油価格の上昇

輸出は急回復も、輸入が高止まり

7-9 月期の実質輸出は前期比+6.2%となり、震災後の落ち込みを取り戻す力強い伸びを示した。直近 9 月の実質輸出（日本銀行）は震災前 2 月比で 100.8%となり、実に 7 ヶ月振りに震災前の水準を取り戻すに至った（図表 10）。品目別にみると、輸送用機器（2 月比 106.6%）や科学光学機器（同 108.8%）が 9 月にかけて震災前水準を回復した一方、電気機械は同 90%程度で回復が足踏みしている（なお、一般機械は 6 月に 101.6%となったのち、9 月は 95.4%まで減少した）。供給制約により回復が遅れた輸送機械こそ急速な回復が続いてきたものの、依然として続く対ドルでの円高や海外景気の減速などを背景に、目先は輸出が弱含む可能性が高まっている。事実、実質輸出に先行する傾向がある日本版製造業 PMI・新規輸出受注指数は 10 月まで 8 ヶ月連続で 50 を下回り続けており、目先の輸出環境が引き続き厳しい状況にあることを示唆している。7-9 月期の高い伸びの反動もあり、10-12 月期の実質輸出は小幅な減少に陥ると我々は考えている。

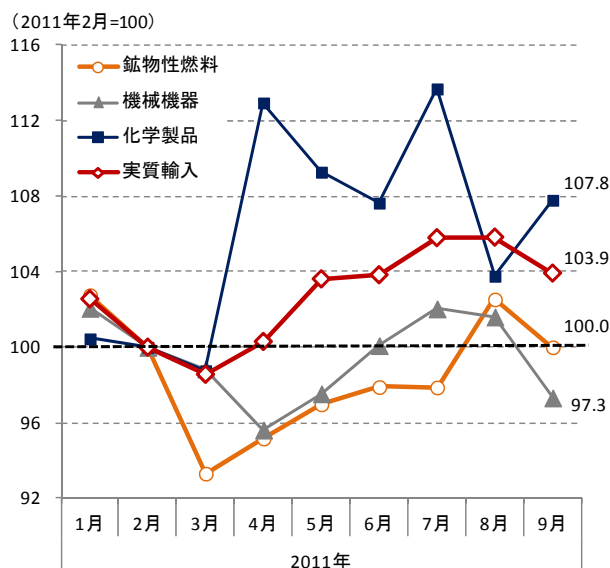
一方、実質輸入は同+3.2%となり、震災後は高止まりが続いている。品目別にみると、工業用生産財を多く含むと考えられる化学製品で 2 月比 107.8%と輸入の高止まりが続いていることに加え、鉱物性燃料（同 100.0%）や機械機器（同 97.3%）といった品目も、震災前水準近くまで輸入が増加してきている（図表 11）。特に注目されるのは、工業用生産財の動向であろう。国内における素材業種の生産財生産の動きをみると、震災後に落ち込んで以降、回復の動きがほとんど見られない。震災から既に 8 ヶ月が経過したにもかかわらず工業用生産財輸入が高止まりしている状況からすれば、一部の事業所で原材料の調達に海外にシフトした可能性も考えられる。生産財総供給に占める輸入の割合が基調的に高まったか否かを判断するためにも、今しばらく実質ベースの輸入、国内素材産業の生産財生産動向には注目する必要があるだろう。

(図表 10) 実質輸出・品目別の回復動向



出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

(図表 11) 実質輸入・品目別の回復動向



出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

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

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

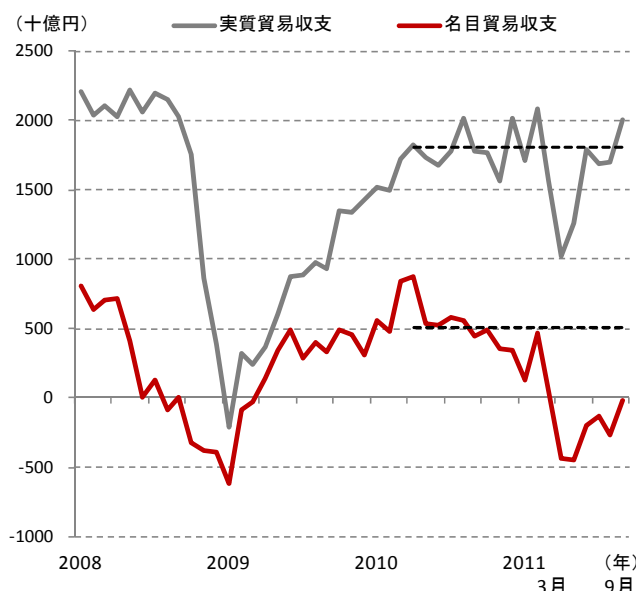
貿易赤字の背景に燃料価格上昇の影響

輸出回復と輸入高止まりの状況下で、貿易収支は依然として赤字が続いている。貿易統計によれば、名目貿易収支（季節調整値）は 4 月以来 9 月まで 6 ヶ月連続で赤字が続いている。我々は 8 月時点の経済見通しにおいて、輸出入に 3 通りのシナリオを用意して貿易収支の先行きを試算したが、その中でも「実質輸出が 6 月以降年末まで増加せずに推移する」という悲観的なシナリオが実現しつつある。

貿易赤字が継続している背景には、輸出入物価の動向が大きく影響していると考えられる。実際、図表 12 をみると、足下の貿易収支は実質ベースと名目ベースでかなり異なる状況にある。実質ベースの貿易収支が既に震災前の黒字幅を取り戻している一方、名目ベースでは依然として震災以前の状況を取り戻せていないことから、輸出物価と輸入物価のギャップが拡大していることが示唆される。実際、輸出・輸入物価指数のギャップは 2010 年後半以降急拡大し、足下まで乖離が継続してきた。特に大きく上昇した輸入物価の動向を確認すると、震災以降、石油・石炭・ガスといった鉱物性燃料の物価上昇がその主因だと分かる（図表 13）。

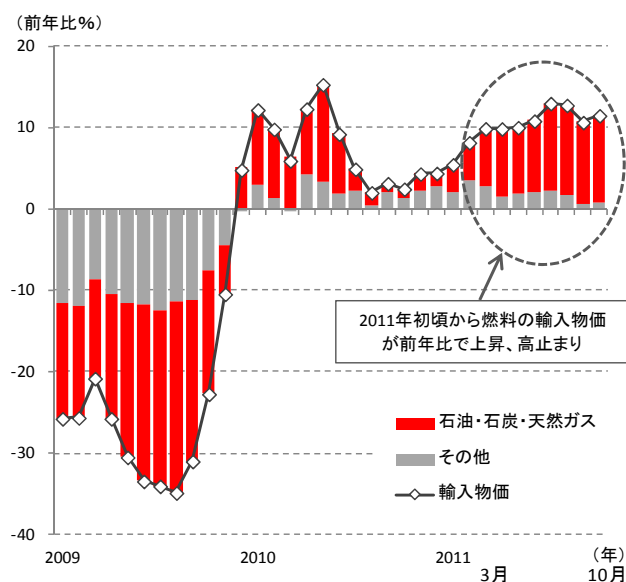
目先の輸出は一時的に鈍化すると予想されることから、貿易収支が 2011 年中に黒字化することは期待しづらい。しかし、鉱物性燃料の中でも原油については 5 月頃から価格が落ち着き始めている。輸入物価への影響は慎重に見極める必要があるものの、輸出の回復に対して原油価格の低下が追い風となり、貿易収支は 2012 年前半には黒字に転じると予想している。

（図表 12） 名目・実質別の貿易収支（季節調整値）



注：点線は震災前 12 ヶ月における各貿易収支の平均値。
出所：財務省、日本銀行資料より野村證券作成

（図表 13） 輸入物価（前年比）の推移



出所：財務省、日本銀行資料より野村證券作成

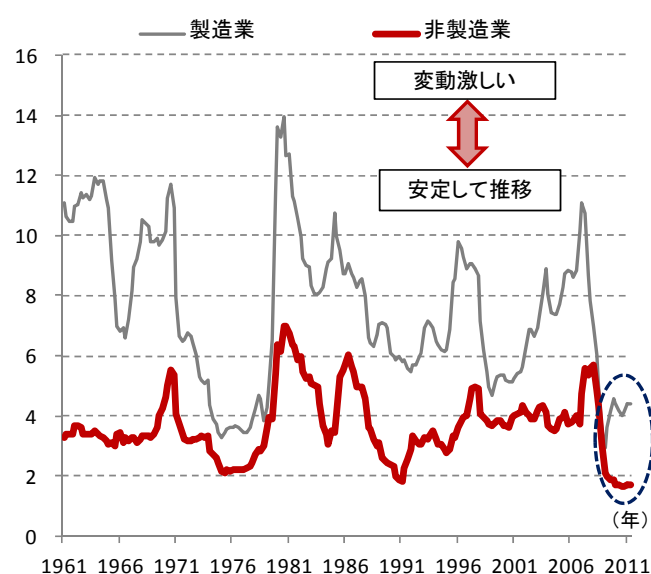
(4) 「底堅さ」を発揮する設備投資動向

設備投資の安定性は過去 50 年来で最高水準に

設備投資の先行指標とされるコア機械受注（船舶・電力除く民需）は、7-9 月期まで 3 四半期連続で増加が続いた。内訳を見ると、4-6 月期に製造業からの受注が前期比-0.2%と小幅減少したものの、製造業・非製造業とも 1-3 月期から堅調が続いており、設備投資には安定感が感じられる。景気ウォッチャー調査に見られるとおり、経済の先行きに対する不透明感が高まっており、景況感は弱含んで推移している。国内生産や輸出にも下振れリスクが意識される中で、設備投資が景気を下支える可能性がある点は注目に値しよう。

本来、設備投資は景気変動を大きくする「不安定な」需要項目とされる。好況時には「投資が投資を呼ぶ」状況となって実質 GDP 成長率を押し上げる一方、不況期には減少が続き、景気循環の振幅を拡大すると言われている。そこで、標準偏差を計算することで現下の設備投資の安定性を図表 14 に示した。これによれば、製造業・非製造業を問わず、最近の設備投資は過去約 50 年で最も安定しているとの評価が可能である。

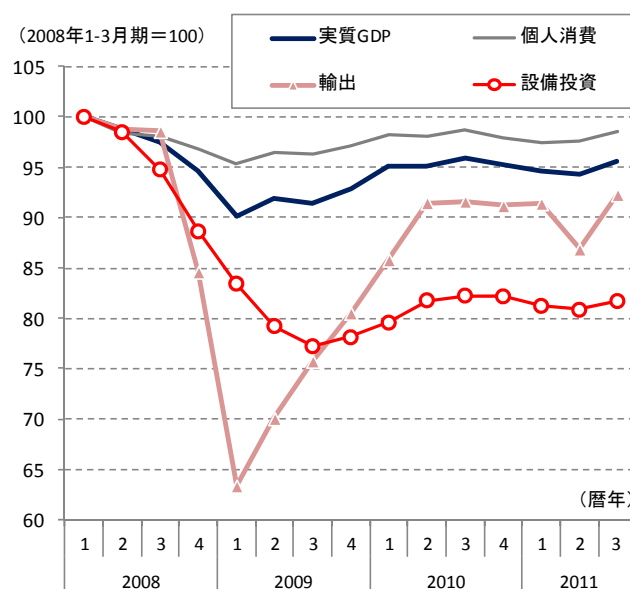
(図表 14) 安定感が過去最高水準にある設備投資



注: 非製造業は、全産業から製造業を引いたもの。安定性指標には、設備投資と実質 GDP の前年比について、それぞれ後方 20 四半期の標準偏差を算出し、その比率を利用した。比率が小さければ、実質 GDP の変動に対する設備投資の変動が小さいことになる。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

(図表 15) 「リバウンド」しなかった設備投資



注: 2008 年 1-3 月期を 100 とした値。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

安定性の二つの背景

我々は、この安定性の背景には、二つの要因があると考えている。第一は、景気循環に影響を受けにくい更新投資が顕在化し始めた可能性があることだ。リーマン・ショック後の回復局面を振り返ると、個人消費や輸出・生産などが急速な「リバウンド局面」を迎えたにもかかわらず、設備投資の回復は

緩慢かつ小幅なものに止まった（図表 15）。「100 年に一度」と言われた経済危機が企業の中期的な期待成長率を押し下げ、設備投資に対する姿勢が慎重化したほか、設備投資を抑制することで利益を確保する動きなどが見られたことが、設備投資の緩慢・小幅な回復の背景だと考えられる。直近 7-9 月期に至っても、設備投資はリーマン・ショック前の 2008 年 1-3 月期と比べ 81.7%程度までにしか回復していない。非製造業を中心として企業設備の除却率が趨勢的に高まってきていることを踏まえれば、景気循環の影響を受けにくい（成長期待と必ずしも連動しない）更新投資が、現下の設備投資の安定性に一役買っていると考えるのが妥当であろう。

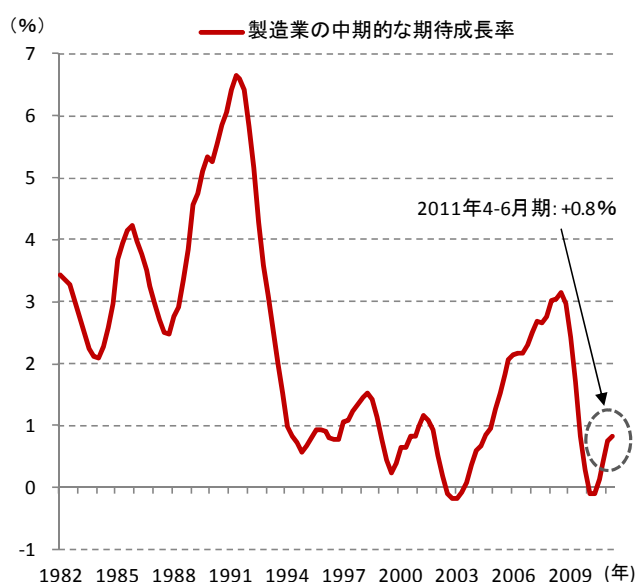
第二の要因としては、2011 年に入って以降、企業の中期的な期待成長率が上向き始めた可能性を指摘したい。資本ストック循環から導かれる企業の中期的な期待成長率を示したのが図表 16 である。企業の中期的な期待成長率はリーマン・ショック後に一時マイナス圏まで低下したものの、2010 年 7-9 月期には+0.1%に、2011 年 4-6 月期には+0.8%まで持ち直してきている。戦後最長の景気回復局面となった 2003 年から 2007 年の「いざなぎ越え」の時期と比べればかなり低い水準ではあるが、設備投資の回復に向けた動きが着実に始めていると評価できよう。

下振れリスクは否定できないが、腰折れは想定し難い

もちろん、設備投資にも下方リスクは存在する。対ドルでの円高の進行や欧州の政府債務危機が企業の設備投資マインドを下押しする可能性は否定できない。事実、上述のように景況感が弱含む中で、機械メーカーによる 10-12 月期の受注見通し（コア機械受注）では、前期比-3.8%と 4 四半期ぶりの受注減が予想されている（図表 17）。

しかし、趨勢的に見れば企業の経常利益に対する設備投資の反応は鈍くなっていること、中長期的な新興国経済の成長期待が失われたとは考えにくいことを踏まえれば、短期的な輸出の足踏み程度で設備投資が腰折れする展開は考えづらい。2011 年度後半以降、設備投資は安定的に増加しよう。

（図表 16） 製造業の中期的な期待成長率の推計



注：資本ストック循環から導かれる、企業の中期的な期待成長率。
出所：内閣府資料より野村證券作成

（図表 17） コア機械受注の推移



注：塗りつぶしは機械メーカーによる受注見通しに基づく計数。
出所：内閣府資料より野村證券作成

(5) 雇用情勢の改善が総賃金の下支えに

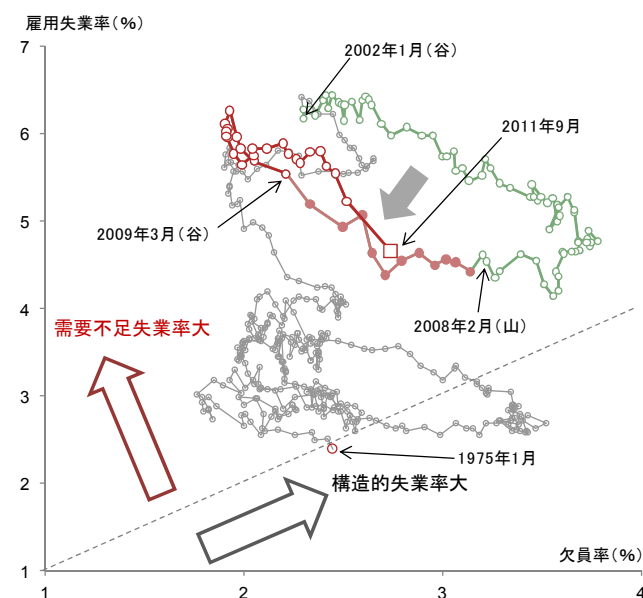
改善基調を保つ雇用情勢

7-9 月期の失業率（岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果）は 4.4%と 4-6 月期の 4.6%から改善した。9 月調査から再開された全国の結果でも、9 月の失業率は 4.1%と、調査が中断される直前 2 月の 4.6%から大きく低下している。有効求人倍率は上昇基調にあるなか、『日銀短観（9 月調査）』の雇用人員判断 DI では雇用過剰感の解消が確認され、先行きにかけても小幅な改善が見込まれている。総じて雇用情勢は、引き続き労働需要の強い医療・福祉関連業種に牽引されながら、緩やかな改善基調にあると言えよう。

構造的失業率が低下している可能性

失業率の低下は、労働需給の改善以外の要因によるところも小さくないと考えられる。横軸に欠員率を、縦軸に雇用失業率をとったベバレッジ曲線をみると、2002 年 1 月に始まる前回の景気回復局面と比較して、今回の景気回復局面では曲線が左下方にシフトしており、構造的失業率の低下が示唆される（図表 18）。構造的失業率が低下している背景として、労働市場の需給ミスマッチが解消に向かっている可能性が考えられる。雇用ミスマッチの状況をいくつかの側面からみると、特に地理的な求人・求職ミスマッチの解消が著しい（図表 19）。また、求人に占める専門職の割合が増加傾向にあるなかで職種ミスマッチ指標は高水準にあるものの、景気回復が進むにつれて徐々に縮小しつつある。同じく、雇用形態に関するミスマッチも低下傾向が伺える。

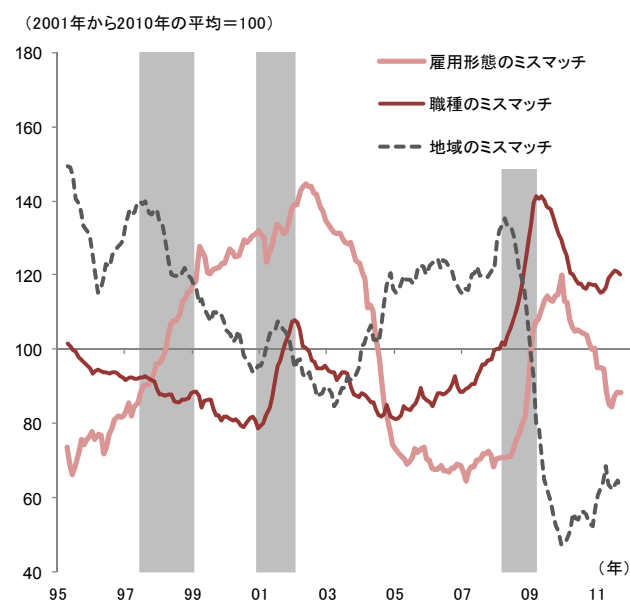
（図表 18）ベバレッジ曲線と景気循環



注：欠員率は雇用者数に対する欠員数（有効求人数－就職件数）の割合。雇用失業率は雇用者数と失業者数の合計に対する失業者数の割合。点線は 45 度線を表す。

出所：総務省、厚生労働省、内閣府資料より野村證券作成

（図表 19）雇用のミスマッチ指標



注：内閣府（2010）の方法（ $\sum [O_i/O - A_i/A]$ ）による。 O_i は区分 i の求人数、 O は求人数合計、 A_i は区分 i の求職者数、 A は求職者数合計を表す。職種の分類は 2000 年 3 月以前は旧分類を用いた。なお、季節調整は野村證券による。網掛け部分は景気後退期を表す。

出所：厚生労働省、内閣府資料より野村證券作成

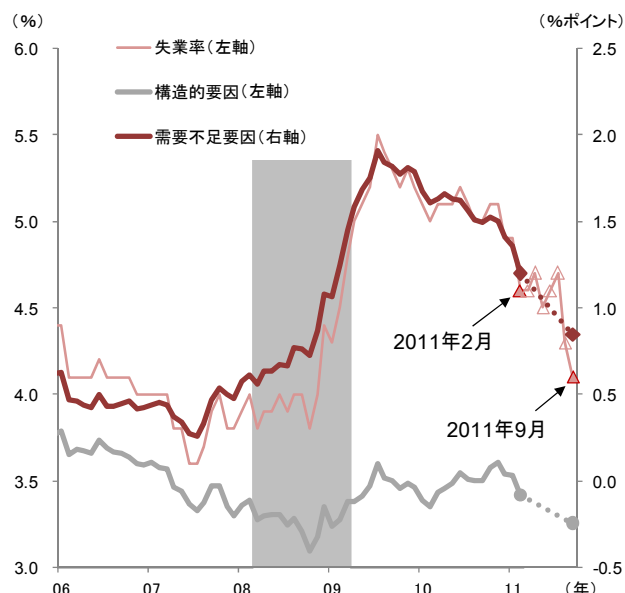
2012 年半ば頃には雇用情勢の改善基調がより明確に

失業率低下の一部は構造的失業率の低下が原因とみられるが、それを差し引いた労働需要不足による失業率（需要不足失業率）も低下しており、労働需給は改善していると判断できる（図表 20）。11 月中の成立が見込まれる約 12 兆円規模の今年度第 3 次補正予算による雇用創出・下支え効果は、政府試算によると計 70 万人程度とされる。復興需要や自動車産業の増産に伴う労働需要の増加も期待できよう。雇用過剰感の残っている間は、雇用情勢の改善は緩やかなペースに留まるとみられるが、過剰雇用の解消が予想される来年半ば頃には雇用情勢の改善はより明確なものとなろう。

雇用環境の改善により総賃金は増加基調を維持

堅調な雇用環境を背景に、7-9 月期の総賃金（常用労働者数×一人当たり現金給与総額）は前年同期比+0.4%と、4-6 月期の同+0.2%に引き続き前年比で増加した。7-9 月期は雇用者数増加による寄与がフルタイム労働者とパートタイム労働者を合わせて+0.5%ポイントに上り、一人当たりの定期給与や賞与が横ばい程度で推移する中で総賃金の伸びを下支えした。業種別にみると、製造業と医療・福祉の押し上げ寄与が大きい（図表 21）。特に医療・福祉は、金融危機後の 2009 年に多くの業種において総賃金が減少する中で、増加を続けた数少ない業種の一つでもある。この背景には、同業種における顕著な雇用の伸びがあると考えられ、先行きの所得・消費動向を推し量る上でも注目される。足下では海外経済の減速や円高が企業収益を圧迫し、冬のボーナスは 3 期連続の前年割れが予想される一方、復興需要の顕在化に伴う労働時間や雇用の増加が期待され、総賃金は増加基調を維持すると考える。

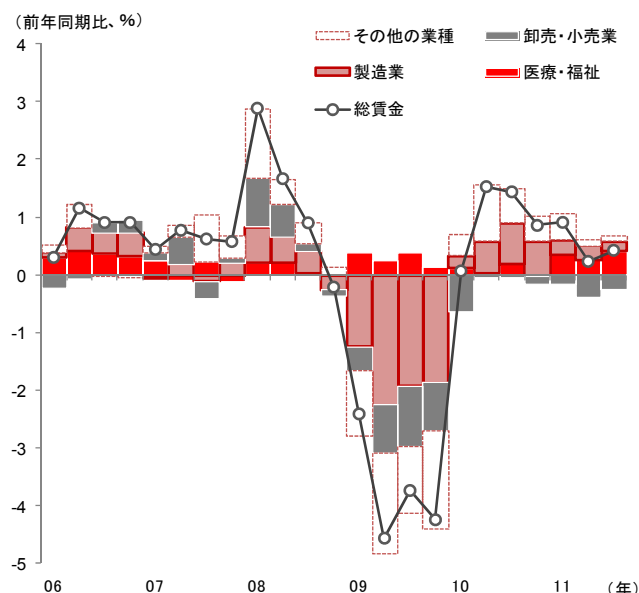
（図表 20） 失業率の要因分解



注：点線は失業率が岩手・宮城・福島を除く全国の結果である 2011 年 3 月から 8 月の間を線形補間したもの。構造的要因と需要不足要因は野村證券による試算値。網掛け部分は景気後退期を表す。

出所：総務省・厚生労働省・内閣府資料より野村證券作成

（図表 21） 総賃金の業種別要因分解



注：各業種の寄与度は%ポイント。

出所：厚生労働省資料より野村證券作成

(6) 臨時増税等の家計所得への影響は限定的

再び不透明感が漂う個人消費の先行き

東日本大震災後の個人消費の立ち直りは予想以上に早いものであった。ただし、その背景には一時的な要因と目されるものも多かった。例えば、地上デジタル放送移行前のテレビ需要の高まり、供給制約によって大幅に落ち込んだ自動車生産の急速な復旧、電力不足下での節電需要、震災直後に落ち込んだ需要の先送り、などである。これらの一時的な要因による押し上げ効果が減衰し始めたところに、海外景気の変調や歴史的な円高、更には所得税増税などの復興増税が懸念要因として浮上し、個人消費の先行きには再び不透明感が漂っている。

家計所得に直接的に影響を与える政策を確認

巨額の第3次補正予算はGDP成長率を大きく押し上げるとみられるが、その財源として所得税・住民税などの増税が予定されており、家計部門にとってはマイナスと捉えられることが多い。政府は所得税の臨時増税期間を25年に延長することで、1年当たりの追加的負担額を抑制させる方向である。ただし、子ども手当等の歳出削減や扶養控除の見直し、年金保険料の引き上げなど、多くの政策変更は家計所得を減少させる方向となっている。そこで、現時点で想定される家計部門向けの主要な政策・税制・社会保障の変更によって、家計部門の所得がどの程度影響を受けるかを図表22にまとめた。ただし、2012年度以降は経済情勢によっては新規政策が追加される可能性があるほか、社会保障負担変更の一部は直前にならなければ決定されないものも多いため、この試算はあくまで現時点での想定である。

(図表 22) 家計部門に直接的に影響を与える政策

(前年差、兆円)

(年度)	2010	2011	2012	2013	2014
子ども手当変更	1.2	-0.1	-0.4	—	—
公立高校の実質無償化	0.4	—	—	—	—
農業の戸別所得補償	0.6	0.4	—	—	—
年少扶養控除の縮小(所得税)	-0.1	-0.5	—	—	—
厚生年金保険料等の引き上げ	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
年少扶養控除の縮小(住民税)	—	—	-0.3	-0.2	—
所得税臨時増税	—	—	-0.1	-0.2	—
住民税均等割の引き上げ	—	—	-0.1	0.0	—
計	1.7	-0.6	-1.2	-0.8	-0.4

注: 1. 政策による家計部門の可処分所得の増減を示す。

2. 2012年度以降の政策は、2011年10月時点で想定される政策。数値は野村證券による試算・推定値。

3. 所得税の臨時増税は約7.3兆円で期間25年。

4. 住民税均等割の引き上げによる増税は0.6兆円で期間10年。

5. 厚生年金保険料等の引き上げは、厚生年金保険料及び共済組合掛け金の引き上げ分の合計。国民年金保険料は物価や実質賃金上昇率をもとに決められるが、野村證券の予測値を基に試算したところ、わずかな引き上げ額に留まるため、捨象した。

6. 消費税の引き上げ等の時期や規模が不確定な政策は除く。

出所: 内閣府、財務省、総務省資料等より野村證券作成

2011 年度以降の政策変更は家計所得にとってマイナス

家計所得は政策変更等によって 2010 年度は約 1.7 兆円の増加となるが、2011 年度以降は減少に転じる。2012 年度は約 1.2 兆円、2013 年度は約 0.8 兆円の減少となった。これらの政策変更による実質個人消費伸び率への影響を試算すると、2012 年度は-0.10%ポイント、2013 年度は-0.21%ポイントの押し下げとなる（図表 23）。実質成長率に対しては、それぞれ-0.10%ポイント、-0.14%ポイントの押し下げとなり、復興予算による成長率押し上げに比べれば、単年度の影響は軽微であると言えよう。

（図表 23）家計部門向け政策による個人消費及び経済成長率変動効果

	(%ポイント)			
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質民間最終消費支出	0.14	-0.10	-0.21	-0.13
実質GDP	0.12	-0.10	-0.14	-0.07

注: 1. 図表 22 に記載した政策が実施された場合の効果。
 2. 内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル 2011 年版を利用して試算。
 出所: 内閣府、財務省、総務省資料等より野村證券作成

社会給付等も加味した 2012～13 年度の名目可処分所得はほぼ横這い

上記の政策変更等の影響に加え、社会給付等も考慮した家計部門全体の可処分所得を試算すると、現役世帯の社会負担額が増加する一方で、高齢者数の増加等から社会給付も増えることから、名目可処分所得は 2012 年度-0.2%、2013 年+0.0%と、ほぼ横這いとの結果が得られた。デフレがなお継続していることから、実質では可処分所得は 2012 年度+0.3%、2013 年度+0.4%とプラスの伸びを維持する。また、家計消費支出は、震災後の萎縮から立ち直っていき、名目（2012 年度+0.4%、2013 年度+0.9%）でも実質（2012 年度+0.9%、2013 年度+1.3%）でも増加すると見込まれる。

家計貯蓄率は短期的にはもう一段上昇

人口構成の高齢化により貯蓄率は中長期的に低下するとの見方が大勢だが、短期的にはもう一段上がる可能性が高い。一般的に、臨時収入による消費支出の増分は小さい。2009 年度は定額給付金の支給が可処分所得を押し上げた一方で消費支出は伸びず、貯蓄率は 5.5%と、2008 年度の 3.2%から大きく上昇した。2010 年度も子ども手当の支給開始により、貯蓄率は 6.6%に上昇したと見込まれる。2011 年度はそういった特別収入はなくなったものの、震災により消費が萎縮したことから、貯蓄率は 7.1%と更に上昇したと試算される。2012～13 年度には、それぞれ 6.5%、5.7%と、再び低下に向かうと予想される。

家計消費環境は良いとは言えないが、過度に不安視する必要もない

2012 年以降は、リーマン・ショック後に採られた消費刺激策が縮小するうえ、復興増税や社会保障負担増が予定されており、家計部門の消費環境は良いとは言えない。ただし、単年度の家計負担額の増加は特に大きいわけではなく、賃金や年金などの家計収入を勘案したうえで全体像をみると、家計可処分所得が大幅に減少するわけではない。実質可処分所得は増加を維持する見込みであり、実質家計消費支出の先行きについて、過度に不安視する必要はないだろう。

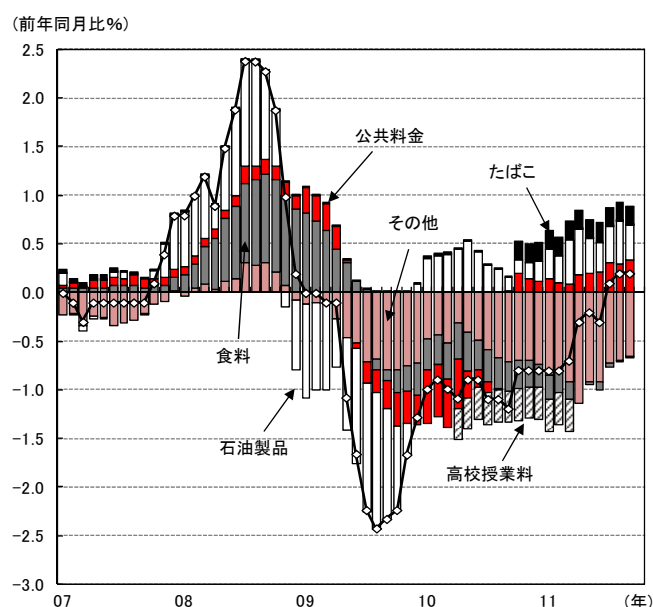
(7) 消費者物価は依然として軟調な推移

コア CPI 上昇率は 2011 年末には再び前年比下落へ

2011 年 7-9 月期のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年同期比+0.2%となり、およそ 2 年半振りに前年の水準を上回った。ただし、主要費目別の寄与度を見ると、物価上昇の主因は、たばこ、石油製品、公共料金である（図表 24）。たばこの上昇は、2010 年 10 月にたばこ税を大幅に引き上げたことが影響しており、2011 年 10 月にはその効果が剥落する。石油製品の上昇は、2011 年春までの国際原油価格上昇の影響が前年比で残存しているためであり、その後原油価格が軟調に推移している点を踏まえれば、早晩、寄与度は低下すると予想される。また、公共料金のうち、上昇が顕著なのは電気・ガス代であるが、これらの価格は国際商品市況の動きにやや遅行する性質がある。そのため、電気・ガス代の寄与度もやがて低下に向かうであろう。

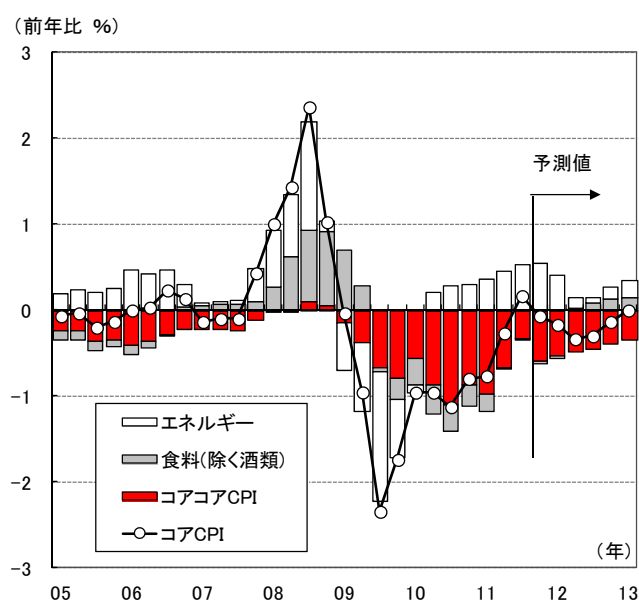
国際商品市況の影響を受けやすい費目、及び、政策変更の影響により変動する費目等を除いた、物価の基調とも言える図表 24 の「その他」の部分は、2011 年 4 月を底に緩やかに下落率を縮小させているものの、なお水面下で推移している。足下での物価上昇要因である上述の 3 費目の寄与度が低下すれば、コア CPI は再び前年比で下落すると予想している（図表 25）。

（図表 24）全国コア CPI の寄与度分解



注: 1. コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。
2. 公共料金は、総務省公表の公共料金から公立高校授業料とたばこを除いたもの。
出所: 総務省資料より野村證券作成

（図表 25）コア CPI 予測



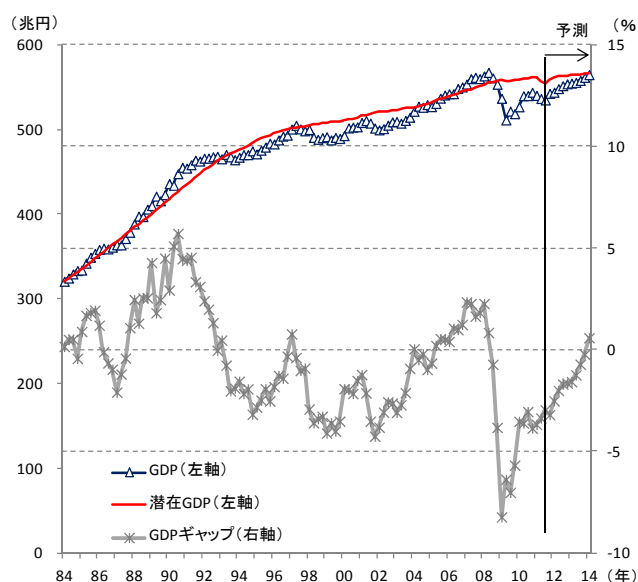
注: 1 エネルギーは電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリン。コア CPI は、生鮮食品を除いた消費者物価指数。コアコア CPI は、エネルギーと食料（除く酒類）を除いた消費者物価指数。
2. 予測の前提は、11 年度、12 年度、13 年度について WTI が 89 ドル/バレル、79 ドル/バレル、76 ドル/バレル、円ドルレートが 80 円/ドル、84 円/ドル、90 円/ドル。
出所: 総務省資料等より野村證券作成

震災の GDP ギャップ及び物価への影響は軽微

東日本大震災の直後には、資本ストックの毀損により供給能力が低下、負の GDP ギャップが縮小し、物価上昇圧力がかかるのではないかと見方もあった。実際には、震災によって個人消費などの需要も萎縮し、物価の基調（前掲図表 24 の「その他」の部分）は 6 月まではほぼ同率の下落率で推移した。内閣府は東日本大震災による直接的な被害総額を 16.9 兆円と見積もっているが、これは約 2,050 兆円（2007 年末値）とみられる総資本ストックとの比較では 0.8%に過ぎない。日本経済がそもそも供給力超過の状況にあったことなどから、資本ストックの毀損による経済へのダメージは短期的なものに留まったとみられる。

震災による資本ストックの毀損を考慮したうえで足下の潜在成長率を試算すると、+0.4%となった。日本経済は、今後もリーマン・ショックや震災ショックから立ち直っていくと予想されるが、労働力人口が既に減少傾向となっていることなどから、中期的な潜在成長率は+0.5%程度に留まると試算される。負の GDP ギャップは足下で GDP 比 3~4%の水準でやや停滞しており、震災により負の GDP ギャップの縮小がやや遅れた、すなわち、供給の減少以上に需要が減少したと考えることもできる（図表 26）。2011 年後半以降は、負の GDP ギャップは再び縮小へと向かうと予想されるが、負のギャップが解消するのは 2013 年後半の見通しとなった。コア CPI よりも物価の基調的な動きを示すとされるコアコア CPI（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く消費者物価指数）は GDP ギャップにやや遅行して動く傾向がある（図表 27）。コアコア CPI が前年比上昇に転じるのは、2014 年半ば頃になるとみられる。

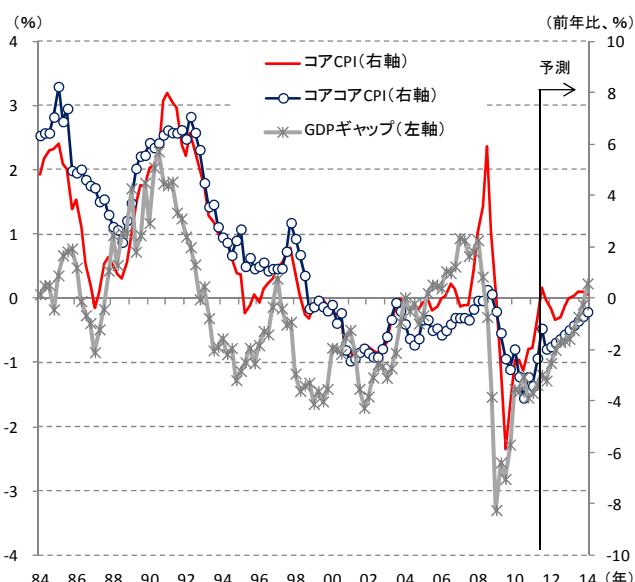
（図表 26） 潜在成長率及び GDP ギャップ



注：潜在成長率は HP フィルターをかけている。

出所：内閣府、総務省、経済産業省、厚生労働省資料等より野村證券作成

（図表 27） GDP ギャップと物価



注：コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。コアコア CPI は食料（酒類を除く）とエネルギーを除く消費者物価指数。

出所：内閣府、総務省、経済産業省、厚生労働省資料等より野村證券作成

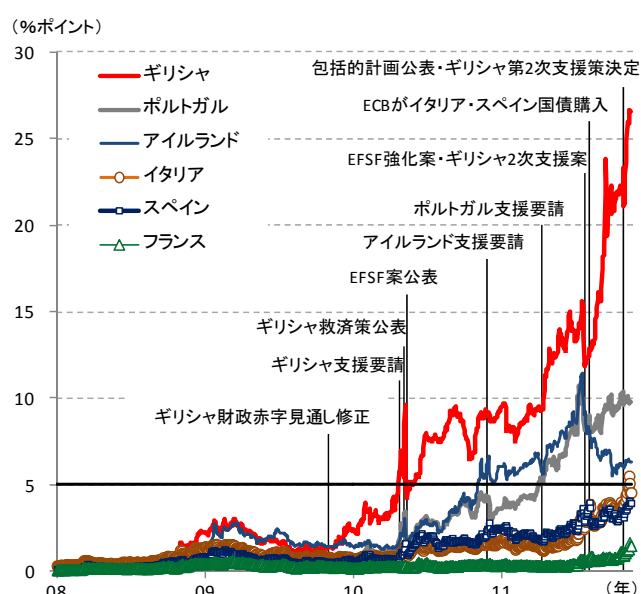
(8) 変容を遂げる金融政策

欧州債務問題に翻弄される金融政策

2009 年 11 月に発生したドバイショック以降、日銀の政策判断はドル円相場と株価の動きに大きく左右されてきた。この点において、日銀の金融政策を巡る環境は、欧州債務問題の深刻化と政策対応を巡って日々目まぐるしく変化しながら依然として厳しい状況にある。

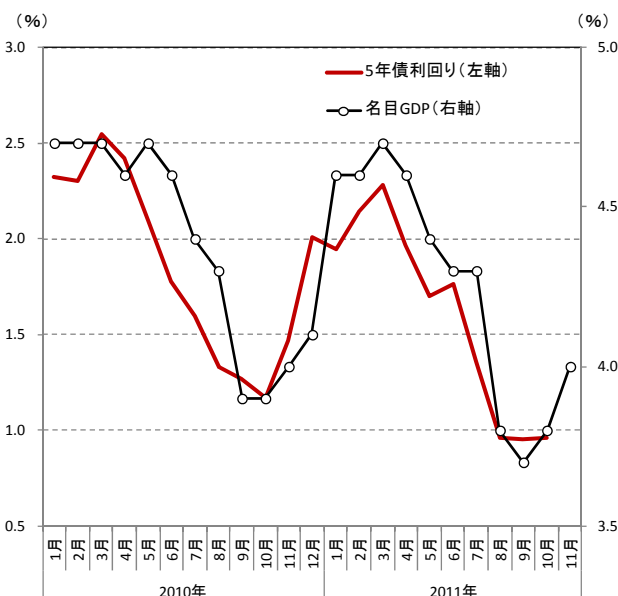
ギリシャを発端とした欧州債務問題は、欧州周縁国からスペイン、イタリアといった、いわゆるコア国の一角へと伝染し始めた（図表 28）。欧州首脳は 10 月 26 日、欧州金融安定基金（EFSF）の融資可能額を現行の 4,400 億ユーロから最大で 1 兆ユーロへと増額することで合意すると同時に、ギリシャに対する第 2 次支援策を決定した。ただし、コア国への金融支援が必要となれば資金量は十分とは言えず、債務危機国の成長戦略が描けていないなど、依然として出口が見えない状況にある。

（図表 28）ユーロ圏加盟国の対独国債金利差



注: 金利は 10 年国債利回り。
出所: ブルームバーグより野村證券作成

（図表 29）米国名目 GDP 見通しと 5 年債利回り



注: 名目 GDP 見通し(2011 年)はブルーチップ調査による。
出所: ブルーチップ、ブルームバーグより野村證券作成

米国経済には明るい兆しも見受けられるが

一方、米国では景気の先行きに明るい兆しが見受けられる。2011 年の米国名目 GDP に対する市場コンセンサス見通しは 10 月以降、2 ヶ月連続で上方修正され、これに伴って国債利回りにも下げ止まりの動きが見受けられる（図表 29）。ドル円相場は米短期金利と非常に高い連動性を有しているため、米国での金利下げ止まりは円高圧力の緩和に寄与することが期待される。ただし、景気の先行きに関しては依然下振れリスクも高く、年内を期限に財政政策に関する議論が続いているなど、金融市場不安定化リスクも残存している。

高まる買入国債の残存年限長期化の可能性

欧米諸国の状況を俯瞰する限り、円高リスクが早期に解消することは期待し難い。ドル円相場が再び戦後最安値を更新する動きを見せれば、我々は政府による為替介入と協調し、日銀は高い確度で追加緩和策を講じると予想している。不透明感が高いのは、追加緩和策の中身である。

日銀は昨年 10 月に資産買入等基金を導入後、3 回にわたって買入上限額を引き上げてきた。この間、資産買入部分は 5 兆円ずつ増額された。金額以外の操作変数としては、買入資産の構成比と満額買入までの期間がある（図表 30）。買入資産の構成に関して日銀は、経済・金融市場の状況、各資産の市場規模、日銀の保有リスク量を勘案して決定している旨を明らかにしている。加えて、資産の位置づけを安全資産（長期国債・短期国庫証券）とリスク性資産（上記以外の資産）の大きく二つに峻別している。注目されるのは、直近 10 月の政策変更の際に、買入期限の延長を見送った上で、買入資産増額分を長期国債に全額振り向けた点だ。結果、同オペを通じた 1 ヶ月当たりの長期国債の買入額は 1,500 億円から 5,000 億円へと増額される。

日銀が買い入れる長期国債は残存 1~2 年に限定されているが、既に 2 年債利回りは 0.1% 台で推移しており、追加緩和による引き下げ余地は限界に近い。今回の措置は、リスク量を管理しながらも、2 年よりもより長期の金利低下を狙ったものと理解できる。この点を踏まえれば、追加緩和策として、買入国債の残存年限の長期化が図られる確度が高まったと考える。我々は、2012 年 1-3 月期中にも日銀は追加緩和を実施すると予想している。緩和策としては、安全資産を中心に 5 兆円程度の買入資産増額に加え、早晚、買入国債の残存年限長期化が実施されると予想する。

なお、日銀の利上げ時期に関しては、従来の見通し同様、2015 年後半になるとの予想を据え置く。日本のデフレ脱却時期は 2013 年後半、コア CPI が前年比 +0.5% 程度へと上昇する時期は 2015 年半ばと想定している。

（図表 30）「資産買入等の基金」の状況

（単位：兆円）

	導入時の 買入上限額 （2010年10月）	変更額 （2011年3月）	変更額 （2011年8月）	変更額 （2011年10月）	現在の 買入上限額 （2011年10月）	現在の 買入残高 （10月末時点）	差額 （10月末時点）	進捗率（%） （10月末時点）
共通担保資金供給	30.00	0.00	5.00	0.00	35.00	32.03	2.97	91.51
長期国債	1.50	0.50	2.00	5.00	9.00	1.91	7.09	21.21
国庫短期証券	2.00	1.00	1.50	0.00	4.50	2.63	1.87	58.50
CP等	0.50	1.50	0.10	0.00	2.10	1.34	0.76	64.01
社債等	0.50	1.50	0.90	0.00	2.90	1.26	1.64	43.46
ETFs	0.45	0.45	0.50	0.00	1.40	0.74	0.66	53.16
J-REIT	0.05	0.05	0.01	0.00	0.11	0.06	0.05	52.91
資産買入等基金	35.00	5.00	10.01	5.00	55.01	39.98	15.03	72.67

注：1. 買入限度額はいずれも目処。

2. 単位は断りのない限り兆円。3. 2012 年末を目途に増額を完了する。

出所：日銀資料より 野村證券作成

(9) 第 3 次補正予算が景気浮揚効果を発揮

第 3 次補正予算成立へ

総額 12.1 兆円の 2011 年度第 3 次補正予算が 11 月 10 日に衆院を通過した。リーマン・ショック後の 2009 年度第 1 次補正予算に次ぐ過去 2 番目の規模である。第 3 次補正予算と復興財源確保法など関連法案は 11 月末頃までに成立する見通しであり、年明け以降の景気を浮揚させる効果が期待される。

予算案のうち復興関連・円高対策が 9.2 兆円を占める。財源として復興債 11.6 兆円が発行される。残りは子ども手当見直しによる歳出削減分や、第 2 次補正予算に計上した震災復旧・復興予備費の減額分などが充てられる。復興債の最終償還期間、及び復興債の償還財源としての臨時増税のうち所得増税の期間は 25 年とされた。政府は当初 10 年を想定していたが、野党の意見を受け入れ最終的に 25 年に延長された。この結果、1 年当たりの増税額は圧縮され、各年の景気抑制効果も低下した。また、政府の臨時増税当初案に含まれていたたばこ増税は、野党・自民党の反対で最終的に除外された。

2012 年度の GDP を 1%超押し上げる

第 3 次補正、歳出削減、臨時増税の経済効果を試算すると、2012 年度の実質 GDP 押し上げ効果は 1.1%となった（図表 31）。ちなみに第 3 次補正予算案 12.1 兆円のうち約 2 兆円が円高対策であるが、政府はこれが実質 GDP を 0.5%押し上げ、30 万人分の雇用創出に繋がるとしている。上記の我々の試算では第 3 次補正の効果のみが考慮されているが、これ以外に既に第 1 次、第 2 次補正で合計約 6 兆円の復興関連支出が決定されている。2012 年度予算では、概算要求段階で 3.5 兆円にも上る復興関連支出が計上された。これらは海外景気減速で下振れリスクが生じている国内経済を浮揚させる効果が期待できよう。

（図表 31）第 3 次補正関連策の経済効果試算値

(%ポイント)				
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
3次補正予算	1.21			
歳出削減	-0.03	-0.06	0.00	
臨時増税	-0.07	-0.07	-0.01	-0.01
個人所得税増税	0.00	-0.02	-0.02	0.00
個人住民税増税			0.00	-0.01
法人税率引き上げ	-0.07	-0.05	0.02	
合計	1.11	-0.13	-0.01	-0.01

注: 1. 各年度実質 GDP 成長率への影響。

2. 第 3 次補正は 2012 年度の 1 年間で四半期ごとに一定額で支出されると仮定。2013 年度以降の成長率への影響は考慮していない。

出所: 野村證券

2012 年度概算要求総額が 3 年連続で過去最大に

10 月 5 日に財務省が発表したところでは、2012 年度一般会計予算の各省庁による概算要求総額が 98 兆 4,686 億円に達した。2011 年度の要求総額を 1.8%上回り、3 年連続で過去最大を記録した。要求額が膨張したのは、震災復旧・復興経費の要求を、上限を設定しない「青天井」としたことによるところが大きい。

財政規律維持のため「中期財政フレーム」は堅持へ

財政規律を維持するため、政府は「中期財政フレーム」で一般的な政策経費を 71 兆円に抑える方針を決定している。今回の概算要求では、国債費を除く 75 兆 8,686 億円から震災復興経費と基礎年金の国庫負担の自然増などを除いた約 72.3 兆円がその対象となり、1 兆 3,000 億円程度の削減が必要となる計算だ。一方政府は 7,000 億円の予算枠で成長や地域活性化に向けた特別枠である「日本再生重点化措置」に予算要望できるようにした。実際には約 2.8 倍の 1 兆 9,788 億円の要求額に達したが、これを予算枠に押さえこめば、「中期財政フレーム」で定めた歳出目標は達成できる。

震災復旧・復興経費の精査が不可欠

しかし、概算要求では、「中期財政フレーム」で定めた歳出目標から除外される震災復旧・復興経費の要求が 3 兆 5,051 億円に達しているのが問題である。この中には省庁間の重複があり、また「復興」の名を借りただけで、本来は通常の予算枠に計上されるべき項目も多く含まれていることが指摘されている。今後の復興関連事業に対して国民からの信頼を得、臨時増税による財源確保にしっかりと道筋をつける観点からも、震災復旧・復興経費の精査と絞り込みが欠かせない。

2011 年後半から緩やかに持ち直す

金融市場の乱高下が信頼感を揺るがしているものの、米国経済は予想以上に堅調を維持している。足下の経済指標は 2011 年後半の成長回復を示唆している。

景気動向

金融市場の乱高下が景気回復を脅かし、欧州の景気は減速しているものの、2011 年後半、米国の景気回復ペースは加速してきたようである。10 月 27 日に発表された 2011 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率+2.5%となったが、野村では、10-12 月期の実質 GDP 成長率もこれに続き同+2.9%と、堅調に推移すると予想している。長引く先行き不透明感から、今後、設備投資計画は先送りされる可能性があるものの、工場や機械設備の新規投資需要は依然として堅調である。労働市場は引き続き軟調だが、10 月の失業率は 9 月の 9.1%から 9.0%へ低下し、8~9 月の民間雇用者数の伸びが上方修正されるなど、雇用情勢は改善している。10 月の消費者信頼感大幅に落ち込んだが、この落ち込みの大半は個人の資産状況の悪化ではなく政策当局に対する信認が失われたことを反映しているようである。消費者信頼感が低いにもかかわらず、個人消費の伸びは緩やかだが安定的である。

物価動向

2011 年初めの消費者物価（CPI）の前年同期比上昇率を加速させた商品価格の急騰は一巡した模様で、原油価格も反落し、CPI 上昇率は減速しはじめた。他方、コア CPI の前年同期比上昇率は 9 月に減速した。自動車市場で在庫補充が進むなか自動車価格の上昇圧力が和らぎ、綿花価格上昇の影響を受けた衣料品価格も前月比下落に転じた。

財政・金融政策

欧州政府債務を巡る問題が大きな混乱につながらないとすれば、米連邦準備制度理事会（FRB）は予測可能な将来にわたり、現下の政策を続けると予想する。景気の持続的な下振れリスクがあることから、FRB のバランスシートの正常化（金融緩和の解除）の開始ははるか先まで先送りされよう。また、オバマ大統領が 9 月 8 日に発表した追加景気・雇用対策、米雇用法案（The American Jobs Act）はその一部が成立すると予想されるが、向こう数ヶ月は財政政策を巡る議論が高まるものとみられる。長期の財政再建にはほとんど進展がみられず、2012 年の財政政策は中立あるいは緊縮型となる公算が大きい。

リスク要因

米国経済は、長期にわたるディレバレッジ（債務削減）が続くなか、依然として強力な向かい風に直面しており、野村の成長予想に対するリスクは下振れ方向である。欧州政府債務危機が依然として金融市場の安定を脅かす一方、州・地方政府の財政緊縮や海外の景気減速がこのリスクを増幅させている。ただし、政府が新たに政策を打ち出していることから、このようなリスクの一部は軽減されよう。

米国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	0.4	1.3	2.5	2.9	1.5	2.5	2.7	2.6	1.8	2.4	2.5
個人消費	2.1	0.7	2.4	2.5	0.7	2.1	2.5	2.5	2.3	1.9	2.4
非住宅固定資本形成	2.1	10.3	16.3	9.7	9.2	9.3	8.2	6.3	9.2	9.9	6.2
住宅投資	-2.5	4.2	2.4	3.6	2.9	2.8	4.4	4.2	-1.7	3.3	5.5
政府支出	-5.9	-0.9	0.0	-1.9	-2.0	-2.5	-1.5	-0.3	-2.0	-1.6	-0.2
輸出(財・サービス)	7.9	3.6	4.0	7.5	6.8	6.9	7.1	6.3	6.9	6.4	5.5
輸入(財・サービス)	8.3	1.4	1.9	4.4	2.5	2.4	4.4	4.8	5.1	3.1	3.9
GDP への寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	0.4	1.4	3.4	2.5	1.1	2.0	2.5	2.5	2.0	2.2	2.5
在庫投資	0.3	-0.3	-1.1	0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.2	0.0
純輸出	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.2	0.0	0.0	0.3	0.1
失業率(%)	8.9	9.1	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	9.0	8.8	8.3
非農業部門雇用者数(1,000 人)	166	97	96	120	100	150	150	150	120	138	180
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000 戸)	582	572	615	630	654	682	755	773	600	716	815
消費者物価(前年比%)	2.2	3.3	3.8	3.6	2.8	2.0	1.6	1.4	3.2	1.9	1.2
コア消費者物価(前年比%)	1.1	1.5	1.9	2.2	2.1	1.8	1.4	1.3	1.7	1.6	1.5
連邦財政収支(対 GDP 比%)									-9.2	-8.3	-7.2
経常収支(対 GDP 比%)									-3.1	-3.1	-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)	2.40	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.44
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 ヶ月物ドル LIBOR 金利(%)	0.30	0.25	0.48	0.40	0.45	0.45	0.45	0.50	0.40	0.50	0.60
2 年物米国財務省証券利回り(%)	0.80	0.45	0.24	0.35	0.30	0.40	0.55	0.70	0.35	0.70	1.25
5 年物財務省証券利回り(%)	2.24	1.76	0.95	1.25	1.20	1.35	1.50	1.55	1.25	1.55	2.50
10 年物財務省証券利回り(%)	3.47	3.18	1.92	2.50	2.25	2.50	2.65	2.75	2.50	2.75	3.30
30 年物住宅ローン金利(%)	4.86	4.51	4.03	4.20	4.15	4.30	4.45	4.60	4.20	4.60	4.90

(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. LIBOR はロンドン銀行間貸出金利。

6. 2011 年 11 月 11 日現在。

(出所) 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)よりノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル作成

嵐に直面

欧州中央銀行（ECB）は 11 月 3 日、予想外の利下げに踏み切った。しかしながら、ユーロ圏政府債務危機問題への欧州連合（EU）の包括的な政策対応の詳細内容についての不確実性や執行リスクはなお払拭されず、金融市場では引き続き不安定な動きが続いている。我々のメインシナリオではないが、定義上の景気後退（2 四半期連続のマイナス成長）に該当するリスクも依然として高い。

景気動向

金融市場の混乱や信用の引き締まりが続いていることから、短期的な経済見通しはより悲観的にならざるを得ない。2011 年 10-12 月期に入ってからサービス業、製造業の景況感指数はいずれも景気が急激に減速していることを示唆している。イタリアが景気後退（ただし、本格的な景気後退というよりは、テクニカルに 2 四半期連続のマイナス成長に該当）に近づきつつあり、ユーロ圏全体の景気後退のリスクが高まってきている。ユーロ圏政府債務危機をいかに抑えるか、いかに金融の安定を維持するとともに銀行への影響を最小限にとどめ、既に波及している実体経済への影響を最小限に留めるかが政策運営における課題である。2012 年は、投資は循環的に低調が続くとみられるものの、信頼感が回復すれば、投資の伸びも上向こう。一方で、このところイタリアやフランスがより厳格な財政緊縮が発表するなど、比較的規模の大きなユーロ参加国では財政が 2012 年の景気に対するより強い足かせとなろう。

物価動向

消費者物価（HICP）上昇率は 9 月に前年同月比+3.0%でピークを打ったとみられる。野村では、HICP は、2012 年後半には欧州中央銀行（ECB）の政策目標（前年比+2.0%を下回るが、これに近い値）を下回る水準まで低下し、2013 年末までに再び政策目標まで加速すると予想している。予想期間の GDP ギャップ（（実際の GDP－潜在 GDP）/潜在 GDP）のマイナス幅が緩やかながら縮小し、賃金などの域内の物価上昇圧力が次第に強まる一方、高騰していた商品価格の反落が物価の下押し圧力となろう。景気減速の度合いが予想を上回るようであれば、インフレ圧力が大幅に弱まろう。

財政・金融政策

欧州各国首脳はユーロ圏の政府債務危機問題に対処する様々な政策措置を発表した。ただし、これらの政策措置が機能するかどうかについての不透明感や景気見通しが悪化しているなかで、金融市場は依然として不安定な状態にある。欧州中央銀行（ECB）は、債券買入れプログラムを継続し、最終的には、拡充された欧州金融安定基金（EFSF）の債券購入の体制が整い、債券の買入れが可能となった段階で協調体制をとることになろう。ECB は 10 月 6 日の政策理事会で、基本的には 2012 年半ばまで、場合によっては 2013 年初めまで無制限の流動性供給を継続する意向を明らかにし、新たなカバードボンド（貸出債権を裏付けとする債券）の買入れを決定した。ECB は 11 月 3 日の政策理事会で政策金利の主要リファイナンス金利を 0.25%ポイント引き下げ 1.25%とした。野村では、今後、ECB が 2012 年 3 月に 0.25%ポイント幅で追加利下げを実施し、2013 年年央まで据え置きを続けるかと予想している。

リスク要因

野村の成長見通しには下振れリスクがあり、これは主として政府債務危機と、この問題が銀行セクターに及ぼすマイナスの影響に起因する。また、追加の財政緊縮措置も下振れリスクとなろう。さらに、インフレ予想に対するリスクはいずれも下振れ方向である。

ユーロ圏経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	3.1	0.6	0.2	-0.7	1.3	2.3	1.6	1.6	1.5	1.0	1.5
個人消費	0.7	-0.1	0.5	0.0	1.2	1.6	1.4	1.4	0.6	0.9	1.4
固定資本形成	7.7	2.4	-1.8	-2.5	0.7	5.5	6.2	5.5	2.2	1.7	4.9
政府消費	1.7	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	0.3	-0.4	-0.1
輸出(財・サービス)	7.8	4.3	1.0	3.1	4.9	7.7	5.0	5.0	6.0	4.6	5.3
輸入(財・サービス)	6.3	2.1	-0.7	1.3	3.7	7.1	5.8	5.6	4.5	3.6	5.7
	(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	2.2	0.2	-0.1	-0.6	0.7	1.9	1.9	1.8	0.6	0.4	1.6
在庫投資	0.1	-0.7	-0.4	-1.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出	0.7	1.1	0.8	0.8	0.6	0.5	-0.2	-0.1	0.8	0.5	-0.1
失業率(%)	10.0	10.0	10.1	10.2	10.2	10.1	10.0	9.9	10.1	10.1	9.7
雇用者報酬(一人当たり、前年比%)	2.3	2.3	2.8	2.7	2.2	2.1	2.1	2.3	2.5	2.2	2.6
労働生産性(前年比%)	2.1	1.3	0.8	0.7	0.2	0.6	0.9	1.1	1.2	0.7	1.0
単位労働コスト(前年比%)	0.2	1.2	2.1	2.1	2.1	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
財政収支(対 GDP 比%)									-4.3	-3.4	-2.4
経常収支(対 GDP 比%)									-0.6	-0.3	-0.2
消費者物価(HICP、前年比%)	2.5	2.8	2.7	2.9	2.3	1.8	1.8	1.3	2.7	1.8	1.5
政策金利											
(主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.25	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.00	1.50
3 ヶ月物 EURIBOR 金利(%)	1.24	1.55	1.55	1.15	1.12	1.23	1.26	1.29	1.15	1.29	1.78
10 年物ドイツ国債利回り(%)	3.35	3.01	1.86	1.75	1.85	2.00	2.15	2.30	1.75	2.30	3.50
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.40	1.44	1.38	1.30	1.30	1.32	1.34	1.35	1.30	1.35	1.35

(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の期間平均。

5. EURIBOR は欧州銀行間貸出金利。

6. 2011 年 11 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

インフレの高止まりが続く

欧州政府債務危機が深刻化し、経済活動は再び悪化していることを受け、イングランド銀行（BOE: 中央銀行）は、インフレの高止まりが続いているにもかかわらず、量的緩和第二弾（QE2）を打ち出した。今後も追加緩和を打ち出すとみられる。

景気動向

2011 年 7-9 月期の基調的な成長率（変動の大きな建設を除く）は低成長からさらに減速したとみられる。欧州政府債務危機の深刻化により、2011 年中は冴えない景気情勢が続きそうだ。とはいえ、大幅に緩和的な金融緩和とポンド安が続いていることは、今後の景気に対する極めて強い追い風になると予想される。欧州政府債務危機、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、景気の追い風がいずれこれらを上回ろう。こうしたなか、経済の成長はより均衡のとれたものになるろう。

物価動向

付加価値税（VAT）の税率引き上げやエネルギー価格上昇などの「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。9 月の CPI 上昇率は前年同月比+5.2%と、電力・ガス料金の値上げと運輸・交通費の上昇を受けて 8 月の同+4.5%から 0.7%ポイント加速した。CPI は向こう 2 ヶ月にわたり、この近辺で推移するものの、2012 年 1 月には前年同月の VAT 増強の反動から、大幅な減速が予想される。このような状況にもかかわらず、少なくとも 2012 年中はインフレの高止まりが持続する見通しである。

財政・金融政策

世界景気の減速や内需減退を受けて、イングランド銀行（BOE:中央銀行）は 10 月 5～6 日の金融政策委員会（MPC）で、政策金利のオフィシャル・バンク・レートを現行 0.5%に据え置く一方で、750 億ポンドの資産買入れ枠の拡大を発表した。資産買入れは 2012 年 2 月まで続き、野村では、この時点で BOE がさらに 250 億ポンドの資産買入れ枠拡大を発表するとみている。野村では、2013 年 8 月まで政策金利を据え置くと予想しているが、その場合、利上げが後手に回り、MPC の政策目標である中期的な物価安定が脅かされる可能性がある。2011/12 年度予算（2011 年 4 月～2012 年 3 月）では、2014/15 年度までに構造的経常赤字の黒字転換を目指すとの従来の財政健全化計画に変更はなく、これによって 2011 年度の実質 GDP 成長率が年 1.5%ポイント押し下げられる見通しである。

※BOE の四半期インフレーション・レポートの内容を受け、野村では 11 月 16 日、金融政策についての見方を変更した。資産買入れ枠については、2012 年 2 月に 500 億ポンド、5 月にさらに 250 億ポンドの拡大が発表されよう。利上げ時期については、6 ヶ月先送りし、2014 年に最初の利上げが実施されると予想を変更した。次ページの英国経済見通し要約表及び 32 ページの世界経済見通しに、この変更は反映されていない。

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、インフレ予想には上振れリスクがある。野村予想よりも金融緩和が積極化するリスクがある。

英国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質 GDP	1.6	0.4	1.6	0.6	1.8	1.6	3.0	1.1	0.9	1.5	2.0
民間消費	-2.5	-2.4	0.2	0.3	1.8	2.0	4.0	1.8	-1.0	1.4	2.6
固定資本形成	-10.6	6.9	0.9	0.7	3.9	6.7	4.8	3.3	-1.8	3.7	3.2
政府消費	3.2	4.6	-0.4	-1.1	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	1.6	-1.0	-1.8
輸出(財・サービス)	6.2	-5.2	3.7	2.3	3.9	6.1	7.5	4.6	5.1	3.9	5.2
輸入(財・サービス)	-11.3	-1.3	1.4	1.3	4.3	7.1	6.4	3.2	0.2	3.7	3.6
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	-2.6	0.5	0.2	0.1	1.4	1.9	2.8	1.3	-0.5	1.2	1.7
在庫投資	-1.6	1.1	0.8	0.3	0.6	0.1	-0.1	-0.6	0.0	0.3	-0.2
純輸出	5.8	-1.2	0.7	0.3	-0.2	-0.4	0.3	0.4	1.4	0.0	0.5
失業率(%)	7.7	7.9	8.2	8.4	8.4	8.4	8.3	8.2	8.0	8.3	7.8
財政収支(対 GDP 比%)									-8.3	-7.4	-6.2
経常収支(対 GDP 比%)									-0.7	-0.9	-1.1
消費者物価(前年比%)	4.1	4.4	4.7	4.9	3.8	3.4	3.0	2.3	4.5	3.1	2.1
小売物価(前年比%)	5.3	5.1	5.2	5.4	4.1	3.8	3.6	3.0	5.3	3.6	2.9
政策金利(オフィシャル・バンク レート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
10 年物国債利回り(%)	3.69	3.38	2.48	2.65	2.70	2.75	2.85	2.95	2.65	2.95	3.80
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.84	0.89	0.87	0.85	0.84	0.83	0.83	0.82	0.85	0.82	0.80
米ドル/ポンド為替レート (米ドル)	1.55	1.62	1.56	1.53	1.55	1.58	1.61	1.65	1.53	1.65	1.69

(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 11 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

成長は緩やかに減速へ

経済に占める内需の比率が高まりつつあり、景気のソフトランディングを支えよう。政策の微調整により、事実上政策がやや緩和されている可能性がある。

景気動向

2011 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+9.1%へ、4-6 月期の同+9.5%から減速した。金融引き締めもその一因となっている。10-12 月期は、輸出の伸びが同+8.0%へ減速し、実質 GDP 成長率は同+8.6%へさらに減速すると予想される。10 月の鉱工業生産の伸びは前年同月比+13.2%と、9 月の同+13.8%から減速した。また、10 月の小売売上（名目）の伸びも前年同月比+17.2%と、9 月の同+17.7%から減速した。また、1～10 月の都市部固定資産投資（名目）は前年同月比+24.9%と、1～9 月と同じ伸びだった。製造業購買担当者調査（PMI）、経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数、輸出入の統計など景気先行指標は、この先の穏やかな減速（ソフトランディング）を示唆している。とりわけ住宅投資が、10 月の新規住宅着工床面積ならびに住宅販売の伸びが大幅に減速したことから、向こう数ヶ月にかけて一段と減速する可能性がある。

物価動向

10 月の消費者物価（CPI）上昇率は、9 月の前年同月比+6.1%から同+5.5%へ減速したが、前年の水準が高かったことや食料品価格の値下がり为主因である。10 月の生産者物価（PPI）上昇率も前年同月比+5.0%と、9 月の同+6.5%から減速した。10-12 月期は、前年度の水準の高さから CPI 上昇率の減速が予想され、11 月には同+5.0%を下回る水準まで減速するとみている。ただし中長期的には、余剰生産能力が徐々に縮小することや、投入コスト（原材料や賃金）の高止まり、電力料金の自由化、過剰流動性を踏まえ、我々は 2012 年の CPI 上昇率を同+4.8%、2013 年を同+4.5%と、高止まりが続くと予想する。

財政・金融政策

温家宝首相は 10 月 25 日、訪問先の天津で、必要に応じて経済政策を微調整する方針を示し、中国人民銀行（PBC:中央銀行）が公開市場操作による流動性の吸収を抑え、短期市場金利が低下したことから、野村では政策の微調整によりやや緩やかな方向に姿勢を転換したとみている。しかしながら、2011 年中は預金準備率や政策金利が据え置かれ、金融政策運営の姿勢が本格的に変更される可能性は低い。PBC の貨幣政策委員会の李稻葵顧問は 11 月 10 日、国際金融フォーラム（IFF）で、「中国は金融政策の方向を変更すべきではなく、短期的に金融を緩和すれば、中期的に問題を残すことになり、中国ひいては世界経済に悪影響を及ぼすことになるだろう」と述べた。政策当局は外需の減少が中国経済にどの程度の影響を及ぼすかを引き続き注視していくことになるだろう。12 月開催の中央経済工作会议で 2012 年の金融政策の基調が決定されよう。

リスク要因

今後について主に 2 つのリスクがある。第 1 に、外需の予想を上回る急激な減少である。第 2 に、景気先行指標は向こう数ヶ月で住宅投資が大幅に減速する可能性を示している。これらの要因が景気

の大幅な減速につながるようであれば、中国が金融政策や財政政策を緩和する可能性があるものの、そうした政策が実体経済に効果を及ぼすまでに時間がかかることから、一時的な景気減速には警戒が必要である。長期的にはそうした政策措置によってマクロ経済の不均衡是正に遅れが生じ、13 年以降に中国経済がハードランディングするリスクが高まろう。

中国経済見通し要約表

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2011年	2012年	2013年
実質 GDP(前年比%)	9.7	9.5	9.1	8.6	8.2	8.5	8.7	8.7	9.2	8.6	8.4
消費者物価(前年比%)	5.1	5.7	6.3	5.4	4.2	4.4	5.0	5.4	5.6	4.8	4.5
コア消費者物価(前年比%)	2.2	2.4	2.4	2.2	2.0	2.8	2.9	3.0	2.3	2.7	2.6
小売売上高(名目、前年比%)	16.3	17.0	17.3	16.8	17.3	17.9	18.4	18.9	16.9	18.1	18.8
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	25.0	25.6	24.9	23.8	21.0	22.0	23.0	22.0	23.8	22.0	20.1
鉱工業生産(実質、前年比%)	14.4	13.9	13.8	13.3	12.0	12.7	13.4	13.4	13.9	12.9	12.5
輸出(米ドル建て、前年比%)	26.5	22.1	20.6	8.0	8.0	12.0	14.0	15.0	18.6	12.5	11.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	32.6	23.1	24.9	15.0	15.0	16.0	17.0	17.0	23.4	16.3	16.0
貿易収支(10 億米ドル)	-1.0	46.7	63.8	41.5	-28.8	35.2	59.1	39.0	151.3	104.5	16.0
経常収支(対 GDP 比%)									4.5	4.0	3.5
財政収支(対 GDP 比%)									-1.3	-1.0	-1.2
人民元建貸出の純増額 (兆元)									7.3	8.0	9.0
1 年物貸出基準金利(%)	6.06	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.81	6.56	6.81	7.06
1 年物預金基準金利(%)	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	4.00	3.50	4.00	4.50
預金準備率(%)	20.00	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50	21.50
人民元/米ドル為替レート (人民元)	6.50	6.47	6.40	6.33	6.25	6.16	6.10	6.08	6.33	6.08	5.88

(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 11 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 (年率、%)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
全世界	3.8	4.0	4.1	4.7	3.8	3.5	3.55	3.68	4.08
先進国	1.5	2.0	2.1	2.7	1.8	1.4	0.66	0.64	0.88
新興国	6.4	6.2	6.2	6.7	5.9	5.5	6.68	6.84	7.28
米州	2.4	2.7	2.8	4.6	3.7	3.0	2.40	2.43	2.98
米国	1.8	2.4	2.5	3.2	1.9	1.2	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.3	1.9	2.2	2.8	2.1	2.0	1.00	1.50	2.50
ラテンアメリカ	4.2	3.6	3.7	8.8	8.7	7.8	8.81	8.70	10.52
アルゼンチン	8.0	4.0	3.5	24.4	25.4	18.0	12.00	11.00	14.00
ブラジル	3.1	3.6	3.8	6.6	6.2	6.0	11.00	11.00	12.00
チリ	6.3	4.8	6.0	3.8	3.0	3.0	5.00	4.50	6.00
コロンビア	5.0	4.5	4.5	3.5	3.7	3.7	4.50	5.00	7.00
メキシコ	3.7	3.0	3.2	3.9	4.0	3.7	4.50	5.00	6.50
ペネズエラ	3.4	3.5	3.5	26.8	27.0	29.8	17.00	15.00	22.00
アジア・太平洋地域	6.0	6.7	6.5	5.0	4.2	4.1	5.12	5.32	5.60
日本	-0.3	2.3	1.4	-0.3	-0.1	0.1	0.05	0.05	0.05
豪州	2.2	4.6	3.1	3.5	3.6	3.8	4.50	5.00	5.25
ニュージーランド(NZ)	2.0	3.5	3.6	4.2	1.9	2.3	2.50	4.00	4.00
アジア(除く日本・豪州・NZ)	7.5	7.6	7.5	6.2	5.0	4.9	6.21	6.36	6.64
中国	9.2	8.6	8.4	5.6	4.8	4.5	6.56	6.81	7.06
香港	5.4	4.5	4.2	5.3	4.7	4.4	0.28	0.28	0.28
インド	7.3	7.9	8.1	9.4	6.8	7.1	8.50	8.50	8.50
インドネシア	6.5	7.0	7.0	5.6	5.8	5.3	5.75	5.50	6.00
マレーシア	4.7	5.1	5.0	3.1	3.2	3.1	3.00	3.50	3.75
フィリピン	4.5	5.7	6.5	4.9	5.0	5.0	4.50	5.00	6.00
シンガポール	4.8	5.3	5.5	5.0	3.2	3.0	0.35	0.35	0.63
韓国	3.5	5.0	4.0	4.2	3.5	3.0	3.25	3.50	4.00
台湾	4.3	4.7	5.2	1.4	1.2	1.4	1.88	2.25	2.75
タイ	2.2	4.7	4.8	3.8	3.7	3.6	3.50	4.00	4.50
ベトナム	5.9	6.4	6.6	18.3	10.0	9.0	14.00	10.00	10.00
欧州先進国	1.5	1.1	1.7	2.9	2.0	1.7	1.14	0.98	1.49
ユーロ圏	1.5	1.0	1.5	2.7	1.8	1.5	1.25	1.00	1.50
オーストリア	3.2	1.7	2.1	3.5	1.7	1.6	1.25	1.00	1.50
フランス	1.5	1.0	1.3	2.2	1.6	1.5	1.25	1.00	1.50
ドイツ	2.9	1.5	1.7	2.5	1.5	1.3	1.25	1.00	1.50
ギリシャ	-5.5	-3.4	0.8	2.9	0.8	0.4	1.25	1.00	1.50
アイルランド	1.5	-0.6	1.8	1.0	0.9	1.0	1.25	1.00	1.50
イタリア	0.6	0.1	0.5	2.9	2.7	1.7	1.25	1.00	1.50
オランダ	1.8	1.3	1.8	2.5	1.7	1.7	1.25	1.00	1.50
ポルトガル	-1.5	-3.4	-1.8	3.3	2.0	1.3	1.25	1.00	1.50
スペイン	0.7	0.6	1.6	3.1	1.9	1.7	1.25	1.00	1.50
英国	0.9	1.5	2.0	4.5	3.1	2.1	0.50	0.50	1.00
ノルウェー	2.2	2.2	2.4	2.2	2.2	2.2	2.25	3.00	3.75
スウェーデン	4.0	1.6	2.3	3.1	2.7	2.8	2.00	2.75	3.50
スイス	1.6	0.8	1.7	0.3	-0.5	0.5	0.00	0.00	0.50
その他新興国(EEMEA)	4.6	3.8	3.8	6.8	6.3	5.8	5.87	6.31	6.24
チェコ	1.9	2.1	2.7	1.8	3.8	1.9	0.75	1.00	2.00
エジプト	1.2	3.1	2.5	12.1	9.5	8.0	8.25	9.00	9.00
ハンガリー	1.9	0.9	1.5	3.8	4.8	3.7	6.00	6.00	6.00
イスラエル	4.2	3.3	3.5	3.3	3.0	3.3	2.50	2.75	3.25
カザフスタン	6.2	5.1	5.3	8.3	7.5	7.7	7.50	7.50	7.50
ポーランド	4.2	3.9	4.0	4.1	3.4	2.8	4.50	4.50	4.00
カタール	20.2	14.0	10.0	3.6	3.5	3.2	1.50	2.00	2.50
ルーマニア	1.5	1.7	2.5	6.4	3.5	3.0	6.00	6.00	6.50
ロシア	4.2	3.6	3.4	8.5	7.0	6.7	8.25	8.75	7.50
サウジアラビア	6.0	4.0	4.0	5.6	5.0	5.0	2.00	2.00	2.00
南アフリカ	3.1	3.4	4.0	5.0	5.8	5.7	5.50	6.00	8.00
トルコ	6.7	4.0	5.0	7.5	8.3	7.1	5.75	7.00	8.00
ウクライナ	4.8	3.8	3.5	8.1	11.1	10.5	7.75	8.00	8.00
アラブ首長国連邦	4.8	3.8	4.5	2.0	3.0	3.2	2.00	2.00	2.00

- (注) 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国GDPの割合を基に算出。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、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110ドル/バレル、2012年102ドル/バレル、2013年98ドル/バレル。
3. インドの物価は卸売物価指数。ラテンアメリカの消費者物価は各年10-12月期の前年同期比。
4. 2011～2013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。2011～2013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ヶ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、3ヶ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。
5. 2011年11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。

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

野村證券株式会社

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、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会、
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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。