

2011 年度～2013 年度の経済見通し

『日本経済：年前半は高成長も後半は増勢鈍化』

2011 年度実質 GDP 成長率：-0.4%

2012 年度実質 GDP 成長率：+1.8%

2013 年度実質 GDP 成長率：+1.7%

2012 年 2 月 17 日

野村証券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

日本経済の予測要約表

		[2012年2月13日時点]			[2011年11月14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	1.8	1.7	0.4	2.1	1.7
	<内需寄与度>	0.5	1.8	1.6	1.1	1.9	1.5
	<民間内需>	0.0	1.4	1.8	0.5	1.6	1.8
	<公的内需>	0.5	0.4	-0.2	0.6	0.2	-0.3
	<外需寄与度>	-0.9	0.0	0.1	-0.6	0.2	0.3
	民間最終消費支出	0.6	1.2	1.4	0.3	0.9	1.3
	民間住宅投資	3.6	3.0	5.5	5.9	3.7	4.4
	民間企業設備投資	-0.2	3.4	5.0	1.0	6.3	5.4
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
	政府消費	1.9	1.0	1.3	2.7	1.1	0.9
	公的固定資本形成	3.4	5.2	-10.5	1.4	0.8	-13.4
	財貨・サービス輸出	-1.6	3.4	5.5	-0.7	5.0	6.2
	財貨・サービス輸入	5.0	4.2	5.6	4.6	4.7	6.3
	名目国内総支出	-2.3	1.2	1.8	-1.2	1.8	2.0
	GDPデフレーター	-1.9	-0.5	0.1	-1.7	-0.3	0.3
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-2.3	3.7	3.6	-2.0	4.0	4.2
	国内企業物価	1.7	0.1	0.6	1.8	0.3	1.0
	消費者物価	-0.2	-0.1	0.1	-0.2	0.0	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(%)	4.5	4.2	3.8	4.3	4.0	3.7
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-4.6	-5.3	-5.8	-2.8	2.9	6.8
	貿易収支(兆円)	-3.6	-4.3	-4.6	-1.8	3.7	7.4
	貿易・サービス収支(兆円)	-5.3	-5.6	-5.5	-3.5	2.0	5.7
	経常収支(兆円)	7.8	7.9	9.8	8.2	13.4	18.3

(注)断りが無い限り、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)	79.0 (80.0)	79.0 (84.0)	82.0 (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)	96.0 (89.0)	96.0 (79.0)	96.0 (76.0)

(注)WTIは米国軽質原油。カッコ内は2011年11月14日時点。

(出所)野村證券

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

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

四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2005年連鎖価格10億円)

	11年				12年				13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 (前期比) (前年同期比)	297458.1 -1.1 -0.5	298423.2 0.3 -0.4	301491.3 1.0 0.4	302384.7 0.3 0.6	303201.1 0.3 1.9	303777.2 0.2 1.8	304536.7 0.3 1.0	305328.5 0.3 1.0	305847.5 0.2 0.9	306581.6 0.2 0.9	307532.0 0.3 1.0
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	12953.5 1.6 7.0	12634.5 -2.5 3.1	13197.1 4.5 7.8	13092.9 -0.8 2.7	13066.7 -0.2 0.9	13145.1 0.6 4.0	13289.7 1.1 0.7	13449.2 1.2 2.7	13677.8 1.7 4.7	13965.1 2.1 6.2	14202.5 1.7 6.9
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	64121.1 -0.5 3.3	64019.0 -0.2 -1.5	64001.3 0.0 -2.3	65233.8 1.9 1.3	65032.5 -0.3 1.4	65564.8 0.8 2.4	66286.0 1.1 3.6	67175.6 1.3 3.0	67780.2 0.9 4.2	68458.0 1.0 4.4	69176.8 1.1 4.4
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-4032.8 -0.9	-3548.1 0.1	-2552.8 0.2	-3916.4 -0.3	-3016.4 0.2	-2816.4 0.0	-2816.4 0.0	-2116.4 0.1	-1716.4 0.1	-1516.4 0.0	-1316.4 0.0
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	98735.9 0.4 2.6	99460.0 0.7 2.0	99728.2 0.3 1.9	100069.8 0.3 1.8	100502.9 0.4 1.8	100482.5 0.0 1.0	100871.0 0.4 1.1	101088.2 0.2 1.0	101442.0 0.4 0.9	101797.0 0.4 1.3	102102.4 0.3 1.2
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	20043.6 -2.5 -12.9	21357.5 6.6 1.5	21018.4 -1.6 -0.2	20500.5 -2.5 -0.5	22341.0 9.0 11.5	24102.8 7.9 12.9	22919.8 -4.9 9.0	22159.0 -3.3 8.1	21278.7 -4.0 -4.8	20454.7 -3.9 -15.1	20501.3 0.2 -10.6
公的在庫投資 <前期比寄与度>	-33.9 0.0	-0.2 0.0	41.0 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0	-19.4 0.0
純輸出 <前期比寄与度> (前期比) (前年同期比)	15832.5 -0.2 -5.6 -4.2	10414.4 -1.0 -34.2 -40.5	14838.6 0.8 42.5 -14.2	11472.7 -0.7 -22.7 -30.8	11721.8 0.0 2.2 -26.9	11622.4 0.0 -0.8 11.8	11942.2 0.1 2.8 -18.9	12249.6 0.1 2.6 6.7	12078.4 0.0 -1.4 3.0	12353.0 0.1 2.3 6.3	12640.7 0.1 2.3 5.8
輸出 (前期比) (前年同期比)	83497.8 -0.3 6.4	78304.1 -6.2 -5.5	85017.0 8.6 1.2	82358.8 -3.1 -1.7	82993.0 0.8 -0.6	83353.8 0.4 6.4	84359.4 1.2 -0.8	85527.3 1.4 3.8	86592.5 1.2 4.3	87761.0 1.3 5.3	88966.4 1.4 5.5
輸入 (前期比) (前年同期比)	67665.3 1.0 9.2	67889.7 0.3 3.5	70178.4 3.4 5.3	70886.1 1.0 5.7	71271.2 0.5 5.3	71731.4 0.6 5.7	72417.2 1.0 3.2	73277.7 1.2 3.4	74514.1 1.7 4.6	75408.1 1.2 5.1	76325.8 1.2 5.4
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	504663.9 -1.8 -6.8 -0.3	502806.0 -0.4 -1.5 -1.7	511362.0 1.7 7.0 -0.5	508375.2 -0.6 -2.3 -1.0	512453.5 0.8 3.2 1.5	515501.7 0.6 2.4 2.5	516659.7 0.2 0.9 1.0	518979.2 0.4 1.8 2.1	520040.7 0.2 0.8 1.5	521756.4 0.3 1.3 1.2	524520.3 0.5 2.1 1.5
GDPデフレーター (前年同期比)	93.3 -1.9	92.3 -2.3	92.1 -2.1	91.9 -1.6	91.7 -1.7	91.7 -0.7	91.5 -0.6	91.4 -0.5	91.5 -0.3	91.5 -0.1	91.5 0.0
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	92.0 -0.4 -2.7	94.5 2.8 2.4	95.0 0.4 7.2	94.5 -0.5 2.3	95.3 0.8 3.5	96.4 1.1 1.9	97.2 0.8 2.3	97.8 0.7 3.5
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	104.6 -0.9 1.5	104.5 -0.1 0.2	104.8 0.3 -0.7	105.0 0.2 -0.5	105.3 0.3 0.7	105.4 0.0 0.8	105.5 0.1 0.7	105.6 0.1 0.6
消費者物価指数(総合) (2010年=100) (前期比) (前年同期比)	99.9 0.0 -0.5	99.7 -0.2 -0.4	99.7 0.0 0.1	99.6 -0.2 -0.3	99.6 0.0 -0.4	99.6 0.0 -0.1	99.5 -0.1 -0.2	99.4 -0.1 -0.1	99.6 0.2 0.0	99.6 0.0 0.0	99.5 0.0 0.0
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 0.0 -0.8	99.8 0.0 -0.3	99.8 -0.1 0.2	99.6 -0.2 -0.2	99.6 0.0 -0.3	99.6 0.0 -0.3	99.5 -0.1 -0.2	99.4 -0.1 -0.2	99.5 0.1 0.0	99.6 0.0 0.0	99.5 -0.1 0.0
完全失業率	4.7	4.6	4.4	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2011年10-12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

年前半は高成長も後半は増勢鈍化

- ▶ 2011年10-12月期1次速報値の発表を受け、我々は2011年度～2013年度経済見通しを改定した。前回見直し改定時(2011年12月9日)との比較では、2011年度実質GDP成長率予測値は前回と同水準の-0.4%(暦年も前回と同水準で-0.9%)、2012年度については0.1%ポイント上方修正して+1.8%(暦年では0.1%ポイント下方修正で+1.8%)、2013年度は0.1%ポイント上方修正して+1.7%(暦年では0.2%ポイント上方修正して+1.5%)とした。見通しの修正幅は小さいが、前回見直し発表時点で想定していた「欧州金融情勢の大幅悪化が世界及び日本経済の安定を大きく損なう」というリスクシナリオの可能性は、当面低下した点を指摘しておきたい。
- ▶ 2011年度第4次補正予算並びに2012年度予算に盛り込まれた復興対策を新たに反映させたことが、2012年度・13年度のGDP成長率見通しの上方修正に寄与した。さらに今回の見直し改定では、政府が実現を目指す2014年4月の消費税率3%引上げを前提とした。消費税率引上げにともない駆け込み需要が予想されるため、2012年度並びに2013年度の個人消費、住宅投資、設備投資の上方修正要因となった。
- ▶ 2012年1-3月期の成長率は、前期のマイナスから年率+3%程度と一転して極めて高い成長率となることが見込まれる。これは、1)復興関連の公共投資拡大、2)タイ洪水の影響緩和、3)自動車メーカーの増産、4)被災地での消費ブームといった、広義の復興需要によるところが大きい。
- ▶ 2012年上期には復興関連の公共投資が顕著に拡大するものの、下期にはその増勢が衰えることが予想される。2012年下期の日本経済は、復興需要の影響が薄れた状況となろう。日本経済は、震災以降大きな変動を繰り返してきたが、2012年下期以降は震災要因による影響が一巡し、海外景気や為替動向と言った外部要因の影響を再び受けやすくなろう。日本経済は輸出環境の改善に支えられ、2013年にかけてより安定した回復軌道に乗ることが現時点でのメインシナリオであるが、外部環境が想定以上に悪化する場合には、2012年下期の日本経済が息切れするリスクにも留意しておきたい。

(1) 景気は再び持ち直し局面へ

実質 GDP は年後半に減速

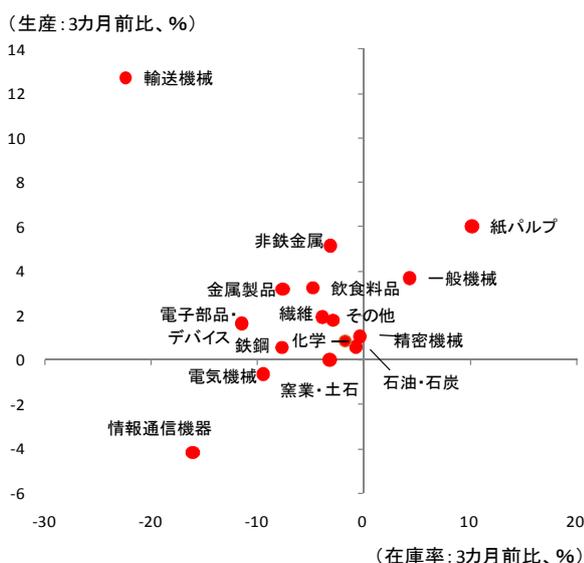
2011年10-12月期の実質GDP1次速報は前期比年率-2.3%（前期比-0.6%）と、7-9月期の同+7.0%（同+1.7%）から再びマイナス成長に転じた。日本の経済活動は震災直後から急速に立ち直っていたが、景気の回復基調は夏場を境に鈍化し、年末にかけて停滞した。需要項目別にみると家計消費が前期比+0.3%と3四半期連続で拡大、民間設備投資は同+1.9%と5四半期ぶりにプラスの伸びを記録した。他方、公的固定資本形成（公共投資）は同-2.5%と2四半期連続で減少した。外需寄与度も同-0.7%と前期の同+0.8%から悪化しており、総じて見れば内需が比較的堅調に推移する中で、外需の悪化が景気を押し下げたとと言える。

急速に進んだ製造業における在庫調整

夏場以降に回復の増勢が大幅に鈍化した背景として、国内では夏場の電力不足に加えて、被災地で瓦礫の処理、復興予算の成立並びに復興計画策定の遅れにより、復旧需要が剥落した後、復興需要の顕在化までに時間を要した点が挙げられる。一方、外部要因としては、欧州債務危機、米国での連邦債務上限引き上げを巡る迷走、円高の進行に加え、タイで発生した洪水被害の影響や海外景気の減速が日本経済の重石となったと言える。

ただし、この間、製造業では景気再回復に備えた準備が着実に進められており、日本経済がこのまま失速する可能性は限定的であろう。図表1は縦軸に生産、横軸に在庫率の3カ月前比を各々とり、各業種の状況をプロットしたものである。ほとんどの業種が直近3カ月間に積極的に在庫調整を進めた結果、在庫率が大幅に改善し、増産に向けた準備が整いつつある様子が見て取れる。特に在庫調整が遅れていた電子部品・デバイスや情報通信機械で、在庫率が大幅に改善していることが好感される。

(図表1) 生産と在庫率の推移(2011年12月)



出所: 経済産業省資料より野村證券作成

(図表2) 在庫率指数の業種別内訳

	平均 (03年以降) ①	直近 (11年12月) ②	乖離率(%) 対平均比 ②/①
鉱工業	106.0	111.9	5.6
鉄鋼	103.4	110.8	7.2
非鉄金属	103.2	122.9	19.1
金属	102.0	106.1	4.0
一般機械	118.0	115.7	-1.9
電気機械	100.4	108.8	8.3
情報通信機械	100.0	92.9	-7.1
電子部品・デバイス	127.4	204.8	60.7
輸送機械	98.9	68.2	-31.0
乗用車・バス・トラック	95.3	62.8	-34.1
精密機械	114.4	104.2	-8.9
化学(除く医薬品)	103.0	118.0	14.5
繊維	104.0	104.8	0.8
その他	108.9	115.8	6.4

注: 平均は2003年以降、震災前(2011年2月)までの平均値。
出所: 経済産業省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、経済全般の業績、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、特定の前条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。

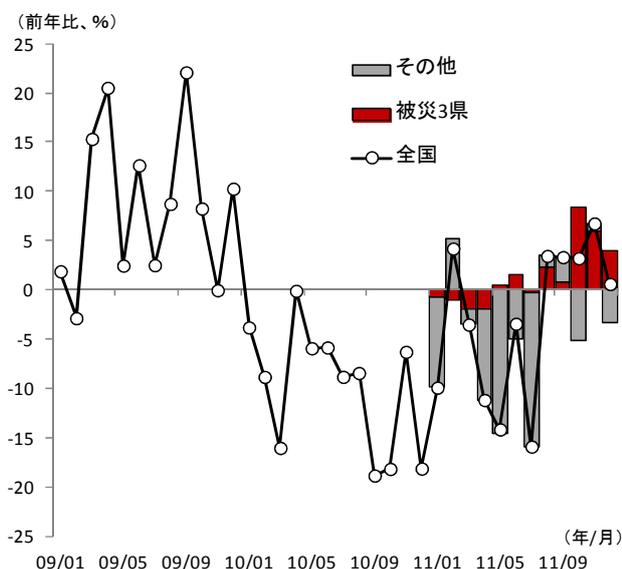
直近12月末の在庫率水準を2003年以降の平均と比較すると、輸送機械を筆頭に、一般機械、精密機械など主に加工業種を中心に在庫率が平均を下回っており、需要回復に伴って生産が拡大し易い状態にあると言える(図表2)。10-12月期の実質GDP成長率が市場予想(前期比年率-1.3%、ブルームバーグ調査)を大きく下回る一因となったのは、民間在庫寄与度の予想以上の低下であったが、この点に関しては、来期以降、景気押し上げに寄与することが期待できよう。

復興対策と自動車増産が年前半の景気を押し上げ

2012年前半は、引き続き自動車の増産による景気下支えと、復興需要の顕在化に伴う景気押し上げ効果が期待できる。環境省によれば沿岸被災地域での瓦礫の処理は約半数の自治体で仮置き場への搬入が推計量の9割を超え、被災地域全体でも7割程度が搬入された模様である(1月17日現在)。また、昨年10月以降、被災地域での公共投資が稼働し始めた様子も確認できる(図表3)。被災地域の復興計画に関しても、2011年末時点で対象43市町村のうち34市町村で計画の策定が終わり、3月末までには41市町村に達する見込みである(図表4)。2月10日には、復興施策の司令塔となる復興庁が正式に発足するなど、復興対策の本格的発動に向けた態勢が整いつつある。

後述するように、政府は2011年度に第4次補正予算を策定、2012年度政府予算案にも特別会計で3.25兆円の復興関連経費を計上している。我々は今後、政府の復興対策が本格稼働し始め、2012年度の実質公共投資は前年度比+5.2%程度増加すると予想している。

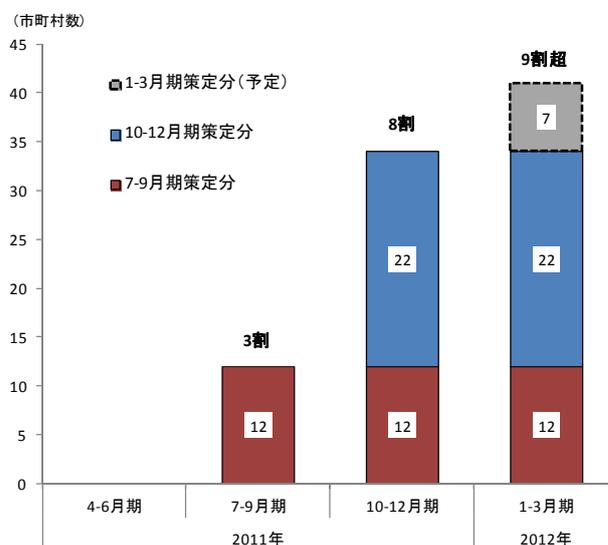
(図表3) 公共工事請負金額の推移



注: 被災3県: 岩手県、宮城県、福島県。

出所: 東日本建設業保証株式会社資料より野村證券作成

(図表4) 復興計画の策定状況(43市町村)



出所: 内閣府資料より野村證券作成

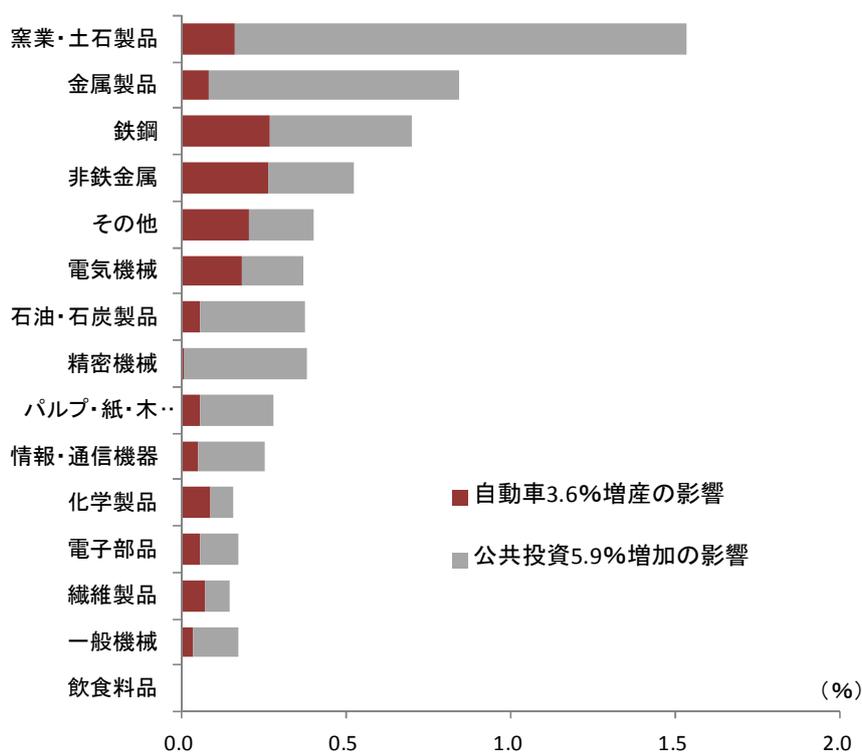
公共投資拡大による業種毎の生産押し上げ効果を試算すると、窯業・土石、金属、鉄鋼といったいわゆる素材業種への波及効果が大きいことが分かる(図表5)。既述したように、足下で素材業種の在庫調整は加工業種ほどには進展していないように見受けられるものの、これは需要の増加を見越した動きである可能性がある。

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としていたものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、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。

公共投資と並んで前半の景気の下支えになると期待されるのが、自動車の増産である。2月8日に可決された第4次補正予算には3,000億円のエコカー補助金が盛り込まれた。乗用車換算で300万台分の予算となり、追加買換え誘発効果は最大50万台程度という見方が有力なようである。仮に、50万台のうち約6割が国内での増産につながった場合、2011年の年間生産台数約840万台の3.6%に相当する。各自動車メーカーは震災による減産分を取り戻すため、サプライチェーン（供給網）問題の解消後、積極的な増産に努めてきた。タイで発生した洪水の悪影響も11月単月で概ね剥落した模様であり、1-3月期には生産全体を前期比で1.0%ポイント程度押し上げると予想している。

(図表5) 自動車生産及び公共投資の産業波及効果



注: 2009年簡易延長産業連関表(経済産業省)を用いて計算した。自動車増産の直接効果が大きい輸送機械は除く。
出所: 経済産業省資料より 野村證券作成

年後半には景気回復力の真価が問われる

2012年後半には、日本経済の自律的回復力が問われる展開が予想される。復興関連支出は今後長期間にわたって継続すると思われるが、公共投資の増勢は、2012年後半には大きく落ち込む可能性がある。自動車の生産ペースも、新年度入りとともに巡航速度に落ち着き、前年度下期の反動から生産押し下げ方向に働くと見込まれる。このため、年後半以降の景気回復ペースの鍵は、官需から民需へ移行するとともに、輸出の回復ペースが握ることになる。

現時点で想定される国内発のリスク要因としては、夏場の電力不足の深刻化、増税論議を受けた消費マインドの悪化、消費増税論議を巡る政治情勢の混迷等が挙げられる。特に現時点で原発の再稼働に具体的な目処が立っていないことから、今年も夏場の電力不足を回避することは困難であろう。

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

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

昨年11月のエネルギー環境会議において、政府は今夏の電力需給に関して二通りの想定を明らかにしている。政府の見通しに基づけば、今夏が2010年並みの猛暑となった場合、沖縄を除く9電力管内で予備率は最低限確保する必要があると言われる3%を下回り、一部では10%以上不足する見込みである。電気の使用制限が実施され、平年並みの暑さであった昨年のケースを想定した場合でも、4電力管内で予備率はマイナスとなる見込みである（図表6）。

足下の生産水準は昨年8月実績を下回っているものの、年前半の回復を織り込めば、今夏も電力不足が生産活動の制約要因になる可能性は否定できない。原発の再稼働以外に、早期に解消する方法が見当たらない点、電気料金の引き上げにつながる可能性がある点等を踏まえると、電力不足は当面の間、経済活動の重石となる可能性がある。

（図表6）政府公表の2012年夏の電力需給見通し

	2010年並みの猛暑を想定			2011年需要実績を想定			（参考）生産動向		
	電力需要 （万kw）	供給力 （万kw）	予備率 （%）	電力需要 （万kw）	供給力 （万kw）	予備率 （%）	11年8月	直近	格差 （%）
全国	17,954	16,297	-9.2	15,661	16,297	4.1	93.6	93.6	0.0
東日本	7,986	7,152	-10.4	6,653	7,152	7.5	-	-	-
北海道電力	506	474	-6.3	485	474	-2.3	95.1	94.6	-0.5
東北電力	1,480	1,485	0.3	1,246	1,485	19.2	89.7	89.0	-0.8
東京電力	6,000	5,193	-13.5	4,922	5,193	5.5	86.6	84.8	-2.1
西日本	9,968	9,145	-8.3	9,008	9,145	1.5	-	-	-
中部電力	2,709	2,750	1.5	2,520	2,750	9.1	95.5	87.7	-8.2
関西電力	3,138	2,533	-19.3	2,784	2,533	-9.0	97.1	92.3	-4.9
北陸電力	573	565	-1.4	533	565	6.0	102.9	106.3	3.3
中国電力	1,201	1,234	2.7	1,083	1,234	13.9	92.0	90.0	-2.2
四国電力	597	529	-11.4	544	529	-2.8	102.7	97.0	-5.6
九州電力	1,750	1,534	-12.3	1,544	1,534	-0.6	107.8	107.0	-0.7

注：沖縄電力を除く9社ベース。各電力管内と生産動向に示した地域は完全には一致しない。直近生産高は鉱工業生産指数の水準であり、全国、北海道、東北、中国、九州は12月、それ以外の地域は11月の値。

出所：経済産業省、国家戦略室資料より野村證券作成

（2）貿易収支赤字化の背景にエネルギー価格高騰あり

攪乱要因が頻発した2011年

2011年は輸出入にとって攪乱要因の多い年だった。3月の東日本大震災と後に続くサプライチェーンの寸断や電力不足はもちろん、夏場以降は欧米の景気減速・金融不安が世界景気に冷や水を浴びせ、秋にはタイの洪水が再びグローバルにサプライチェーンの寸断を引き起こした。数々の攪乱を受け、2011年の実質輸出は前年比0.0%にとどまったのに対して、実質輸入は同+5.9%と、通常の景気循環とは様相が異なる状況が続いている（図表7）。

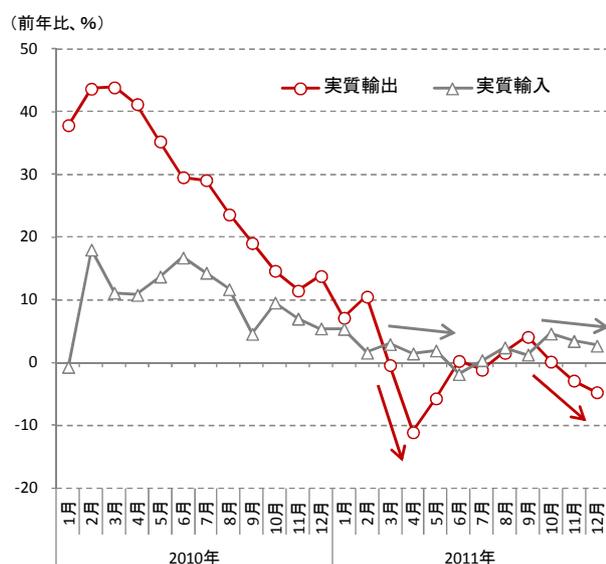
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

実質輸出には上向き兆しが見え始めた

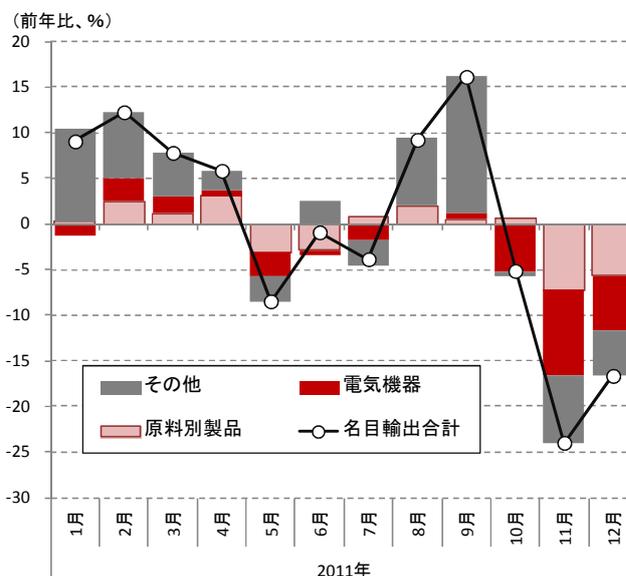
ただし、輸出に関しては足下で上向き兆しが出始めている。実質輸出にやや先行しながら連動する傾向がある日本版製造業 PMI・新規輸出受注指数は 2012 年 1 月に 50.2pt まで回復し、東日本大震災前の 2011 年 2 月以来、11 カ月振りに 50pt（新規輸出受注の拡大・縮小の分水嶺）を超えた。年末にかけて実質輸出の攪乱要因となっていたタイの洪水による影響も 12 月には持ち直しの兆しが見え始めている（図表 8）。さらに、米国では、雇用統計を始めとして経済指標に回復の動きが目立ち始めた。依然として欧州の政府債務問題が世界経済にとって大きなリスクであることには変わりないものの、外需の持ち直しを受けて輸出が回復基調に復帰する蓋然性が高まりつつある。供給制約などの特殊要因の剥落を受けて、1-3 月期には実質輸出が前期比+0.8%程度と増加に転じよう。

（図表 7）実質輸出入の動向



注：実質化・季節調整は野村證券による。貿易統計ベース。
出所：財務省資料より野村證券作成

（図表 8）タイ向け名目輸出の動向



注：貿易統計ベース
出所：財務省資料より野村證券作成

2011年の貿易収支は赤字に転落

金融市場では貿易収支にも注目が集まっている。2011年の貿易収支が徐々に赤字に転落したためである（貿易統計ベースでは 31 年振り。国際収支統計ベースでは、統計の作成基準が異なる点に注意が必要だが、48 年振り）。各種報道では、貿易赤字転落の主因は長引く円高や、原子力発電所の稼働停止に伴う化石燃料の輸入増加との見方が大勢を占めている。しかし、貿易収支の変化を、輸出入数量要因、輸出入物価要因、為替レート変動要因の三つに分解すると、輸出入物価要因の影響が圧倒的に大きいことが分かる（図表 9）。輸出入物価のうち、特に寄与が大きかったのは輸入物価であり、細かく要因を見ていくと、貿易赤字の主因は原油を始めとするエネルギー物価の高騰であることが分かる。震災や海外景気の悪化に隠れて目立たなかったが、2011年は原油を含めたエネルギー価格高騰の年であり、代表的な指標銘柄である北海ブレント原油の年平均価格は、原油価格高騰が騒がれた 2008 年の 97.9 ドル/バレルを上回る 111.0 ドル/バレルまで上昇した。

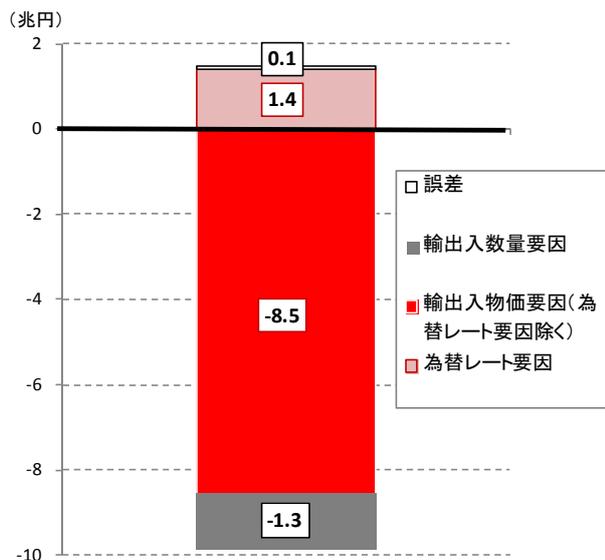
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の業績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時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。

原油価格シナリオ別のシミュレーション

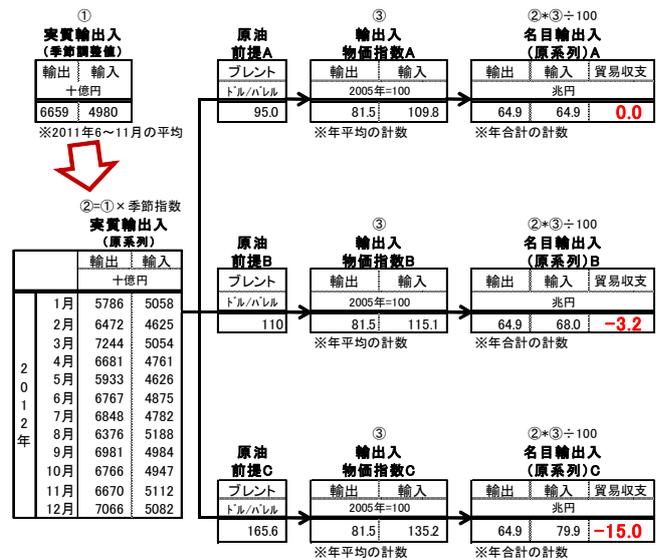
貿易赤字が今後、加速的に拡大し、一国全体の資金過不足を表す経常収支をも赤字化させるとの議論も見られる。そこで、原油価格のシナリオ別に、実質輸出入が足下の水準から変化しなかった場合に2012年の貿易収支がどうなるかを試算した(図表10)。試算結果によれば、足下の110ドル/バレルの水準が続いた場合、本年も2011年とほぼ同じ3.2兆円程度の赤字が見込まれる。15兆円の所得収支を相殺し、2012年に経常収支が赤字に陥るのは、原油価格が年平均165.6ドル/バレルで推移する場合となる。

(図表9) 名目貿易収支の前年差の要因分解



出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

(図表10) 原油価格のケース別にみた貿易収支の試算



注: ①. ①の実質輸出入は2011年11月時点の後方6ヵ月平均値。
 ②. 輸出入物価指数は2011年12月から横ばいとした。輸出入物価指数は「石油・石炭・液化天然ガス」に関して原油価格前提に基づく試算値を利用し、他の品目は2011年12月から横ばいとした。

出所: 財務省、日本銀行、e-AURORA 資料より野村證券作成

貿易収支、経常収支は安定を維持しよう

以上の結果を踏まえ、我々は貿易収支について、2012年度は4.3兆円の赤字、2013年度も4.6兆円の赤字と予想している(国際収支統計ベース)。原油価格の先行きは、景気動向に加えて地政学的なリスクがあることから今後の価格変動には注意が必要であるが、よほどのショックがない限り、2~3年の間に貿易収支が15兆円以上の赤字に到達し、経常収支が赤字に転落する可能性は限定的だろう。

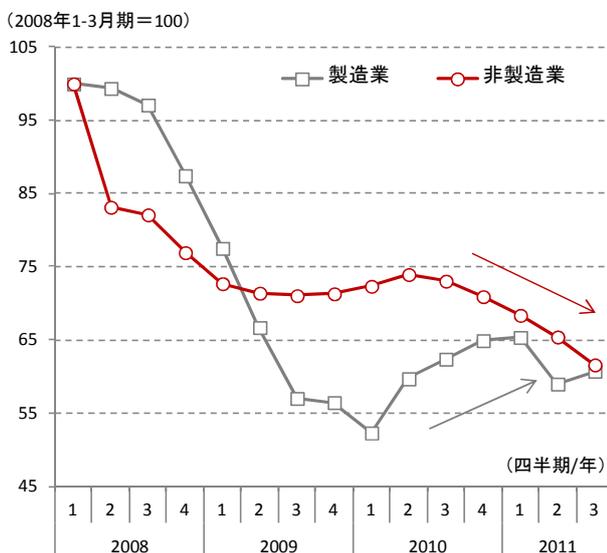
(3) 5 四半期振りに増加に転じた設備投資

供給側統計と需要側統計に乖離

2011年10-12月期の設備投資は前期比+1.9%と力強い伸びを見せた。供給側の統計である資本財出荷指数や、設備投資に対して先行性があるとされるコア機械受注は、東日本大震災の後にも堅調に推移してきた。それにも拘らずGDPベースの設備投資が7-9月期まで4四半期連続で減少し続けてきたのは、需要側統計である法人企業統計の設備投資、特に非製造業の設備投資が非常に弱かったためである(図表11)。設備投資とキャッシュフローの時差相関を計算すると、製造業に対して非製造業の方が相関係数のピークが早い段階で訪れることが分かる(図表12)。製造業・非製造業で見た場合、通常、製造業の方が景気に敏感に反応すると言われる。しかし、設備投資に関して言えば、業況への反応は非製造業の方が早いと言うことができるだろう。実際、リーマンショック後の設備投資を見ても、先ず非製造業の設備投資が持ち直し、その後に製造業の回復が続いた(後述のとおり、非製造業は再び減少に転じる)。

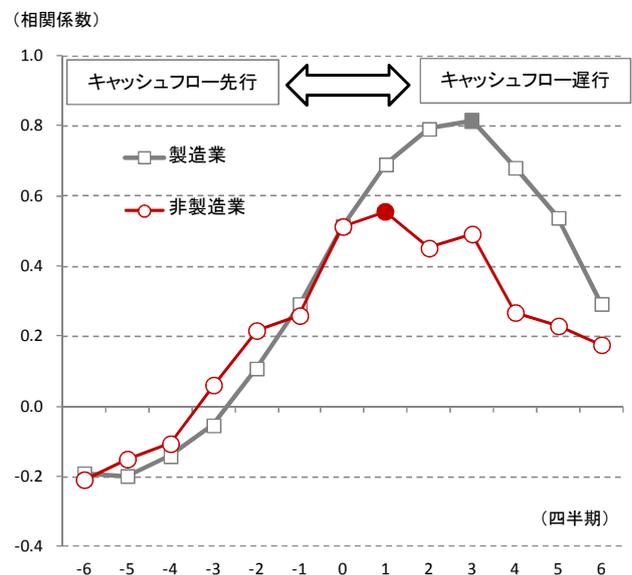
2010年後半に外需減速によって景気は短期的な踊り場局面を迎え、その後は東日本大震災や欧州政府債務問題などが景況感を悪化させた。景気ウォッチャー調査の先行き判断DIも、2011年12月まで6カ月連続で低下が続いた。非製造業の設備投資が減少した背景には、こうした景況感の悪化があろう。10-12月期も欧州の政府債務問題が景況感の重石だったことを踏まえると、GDPベースの設備投資が2次速報で下方修正される可能性は否定できない。

(図表11) 業種別の設備投資動向



注: 2008年1-3月期=100とした指数。
出所: 財務省資料より 野村證券作成

(図表12) キャッシュフローと設備投資の時差相関



注: 塗りつぶしはそれぞれの時差相関のピーク。
出所: 財務省資料より 野村證券作成

1-3 月期の設備投資は停滞が予想される

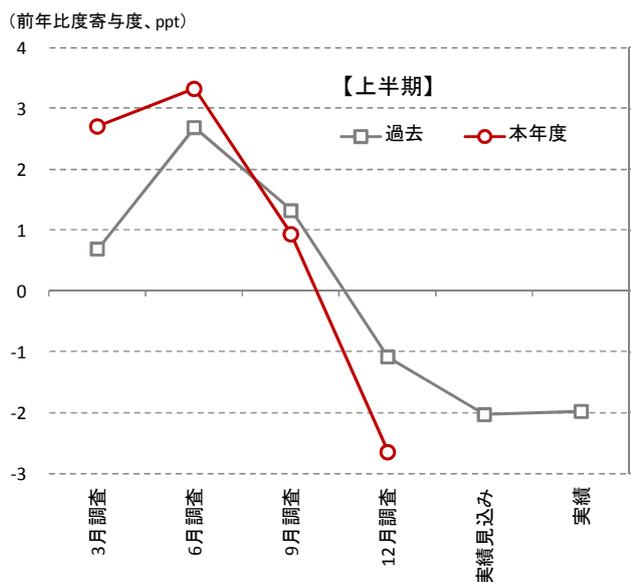
更に、我々は、2012年1-3月期の設備投資についてマイナス成長を見込んでいる。比較的堅調を維持してきた供給側統計が、設備投資の減速を示唆しているためである。既にコア機械受注は10-12月期に前期比-2.6%と減少に転じており、資本財出荷も減速傾向が年末にかけて顕著だった。設備投資は足下で一時的に停滞することが見込まれる。

回復基調への復帰は4-6月期以降となろう

しかし、設備投資が「増勢を取り戻しておかしくない状況」には変わりがない。2011年度の企業の設備投資計画（日銀短観）は、9月調査以降、比較的大きく下方修正されてきた。だが、下方修正は上半期分のみであり、各種攪乱要因が発生する中で、下半期の計画は堅調が続いた（図表13・14）。

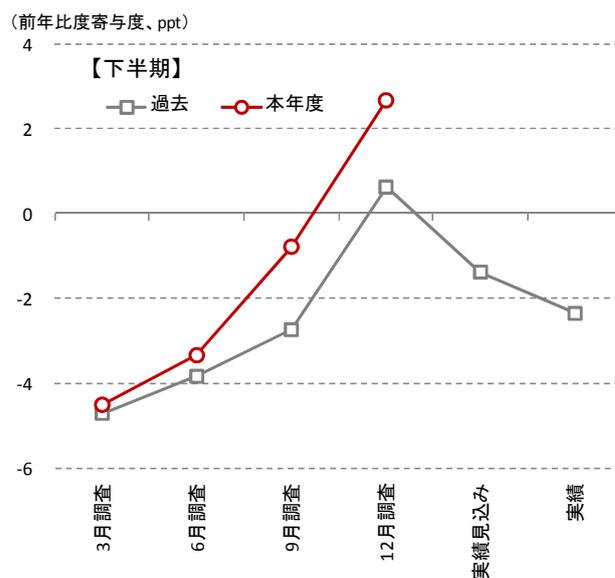
過去の経験では、年度下半期の設備投資計画の下方修正が始まるのは実績見込み値が発表される2012年3月調査以降である。2011年度下半期の設備投資計画に大幅な下方修正が見られるのも3月調査以降となる可能性はある。しかし、2012年に入って欧州の政府債務問題に対する市場の反応も落ち着きが見られ始めた。追加的な悪材料が生まれ限りの限り、4-6月期以降の設備投資には持ち直しを期待できるだろう。

（図表13）設備投資計画の改定状況（年度上半期）



注: 1. 全産業・全規模ベース。過去平均は2000年度以降の平均値。
2. 前年度の設備投資に対する当年度・上半期の寄与度。
出所: 日本銀行資料より野村證券作成

（図表14）設備投資計画の改定状況（年度下半期）



注: 1. 全産業・全規模ベース。過去平均は2000年度以降の平均値。
2. 前年度の設備投資に対する当年度・下半期の寄与度。
出所: 日本銀行資料より野村證券作成

(4) 景気持ち直しの恩恵を受け雇用・賃金は堅調推移

10-12月期の失業率は悪化するも、雇用・賃金情勢改善の見方は維持

10-12月期の失業率（全国）は4.5%と、7-9月期の4.4%から小幅悪化した。この間、失業者数は前期比+3.3%（岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果）と増加したものの、雇用者数も同+0.5%と増加している。また、各種雇用のミスマッチ指標が縮小し、新規求人倍率も底堅く推移している。これらの点を踏まえれば、失業率の悪化をもって雇用情勢の悪化と捉えるのは時期尚早であろう。一方、10-12月期の実質総賃金は前年同期比+0.6%と、7-9月期の同+0.1%から増加幅を拡大させた。これまでの企業収益悪化の影響が雇用環境へと遅れて波及するリスクは残るものの、復興需要の顕在化、海外景気を持ち直しを背景に景気は回復軌道へ回帰すると見込まれることに鑑みれば、総賃金は堅調に推移することが見込まれる。

雇用環境は夏場前後を境に好転

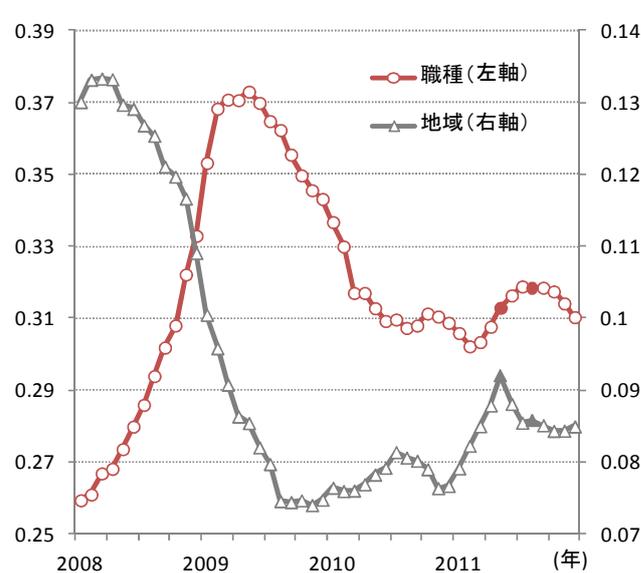
2011年後半の失業率は上下に大きく振れた一方、労働市場の需給環境を示す指標は堅調に推移した。有効求人倍率は0.71倍と3カ月連続で上昇、新規有効求人倍率も1.22倍と4カ月連続で上昇した。景気ウォッチャー調査雇用関連DIでは、現状・先行き判断DIともに8カ月連続で拡大・縮小の分水嶺となる50を超えている。これらの指標は総じて、夏場を境に雇用環境が好転したことを示唆している。雇用関連DIと比較すると雇用の回復は遅れたものの、足下でようやく増加基調に転じたようだ。（図表15）。

(図表15) 景況感と雇用者・失業者数



注：雇用者数と失業者数の前月差は3カ月後方移動平均値。
出所：総務省、内閣府資料より野村證券作成

(図表16) 雇用のミスマッチ指標



注：内閣府(2002)の方法 $(1/2 \sum |U_i/U - V_i/V|)$ による。 U_i は区分*i*の求職者数、 U は求職者総数、 V_i は区分*i*の求人数、 V は求人総数を表す。ミスマッチ指標は求人と求職の分布の違いをみるものであり、ミスマッチ指標が大きいうことは、各項目の分布の差が大きいうことを意味する。中黒は5月と8月を指している。なお、季節調整は野村證券による。
出所：厚生労働省、内閣府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。

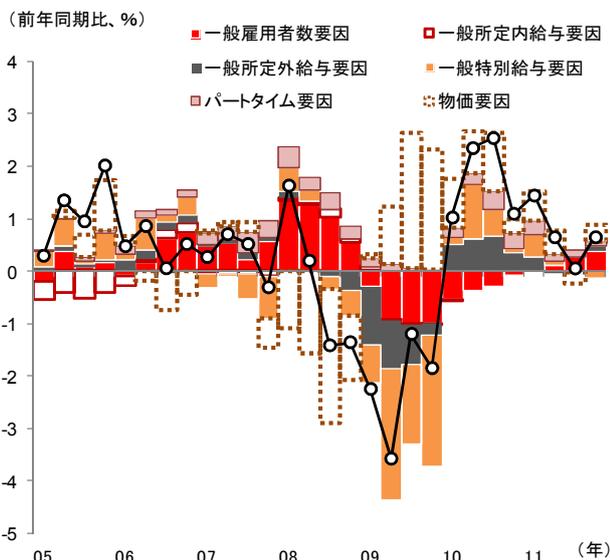
復興需要の台頭から雇用環境は改善へ

求職と求人のギャップを示す雇用のミスマッチ指標を「職種」と「地域」の2つの視点から見ると、ともに震災発生後に一時的に拡大したが、再び縮小に転じていることが分かる（図表16）。地域のミスマッチが縮小した主因として、被災3県（岩手県・宮城県・福島県）における求職者数の増加が5月にピークを迎えた後、安定的に推移するなか、求人数が緩やかに増加を続けていることが挙げられる。職種のミスマッチでも、特に専門的・技術的職業において同様の動きが見られた。被災3県の新規求人倍率（労働需給の先行指標）も、それぞれ高水準で推移している。これらの点を勘案すると、第3次補正予算を筆頭とした政府の復興対策の後押しを受けて、被災地を中心に復興需要が顕在化し始めたことが雇用環境の改善に寄与していると推察される。

雇用者数の増加が総賃金を牽引する

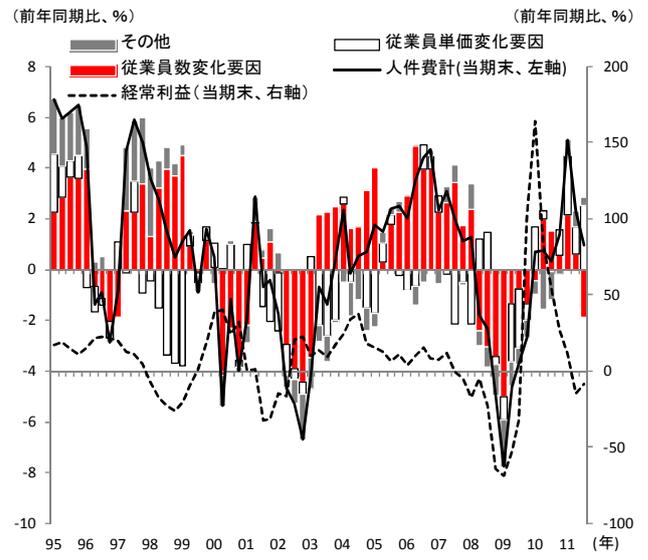
毎月勤労統計（調査対象：全国の事業所）によると、10-12月期の実質総賃金（常用労働者数×一人当たり現金給与総額）は前年同期比+0.6%と7-9月期の同+0.1%から伸びを高めた（図表17）。実質総賃金の増加に貢献したのは一般雇用者数（10-12月期同+0.4%）である。一方、一般所定内給与は2011年を通じて減少した。2011年4-6月期以降、企業収益は2四半期連続で前年を下回って推移しているため、今後は企業が人件費の抑制に踏み切ることが懸念される。過去の経常利益と人件費の関係を見ると、企業は利益増加ペースの減速や一時的な悪化局面では、従業員数よりも賃金による調整を優先し、深刻な景気後退局面では従業員数の削減に踏み切っていることが分かる（図表18）。今後の日本経済は復興需要の顕在化により急速に持ち直し、その後も緩やかな回復軌道を辿ると予想している。以上の諸点を勘案すると、一人当たり賃金の伸びは当面の間抑制される公算が大きいものの、総賃金は雇用者数増加の恩恵を受けて、堅調に推移すると予想する。

（図表17） 総賃金の要因分解



注：各要因の寄与度は%ポイント。直近は2011年7-9月期。
出所：厚生労働省資料より野村證券作成

（図表18） 人件費の要因分解と経常収益



注：各要因の寄与度は%ポイント。直近は2011年7-9月期。
出所：財務省資料より野村證券作成

(5) 個人消費は堅調な伸びを維持

家計部門向け政策は個人消費の伸びを押し下げる方向

政府の家計部門向け政策は、家計可処分所得に対してマイナスとなるものが多い。図表 19 では、復興財源としての所得税・住民税の臨時増税や、年少扶養控除の縮小などの実施が予定されている政策に加え、子ども手当変更など 2012 年度政府予算案に盛り込まれている政策や、過去の物価下落分を反映した年金給付額の引き下げや国家公務員の給与削減など実施の可能性が高まっている政策も含めたうえで、家計可処分所得に与える影響を試算した（野党と協議中の政策については変更の可能性はある）。個々の政策による可処分所得への影響はいずれも小さいが、すべてを勘案すると、2012 年度は前年差-1.8 兆円、2013 年度は同-1.3 兆円に膨らむ。これらの政策は、実質個人消費伸び率を 2012 年度に-0.18%ポイント、2013 年度に-0.32%ポイント押し下げる効果があると試算される。

(図表 19) 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	-0.3	-	-
公立高校の実質無償化	0.4	-	-	-	-
農業の戸別所得補償	0.6	0.3	-0.1	-	-
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
年金給付額の引き下げ	-	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3
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	-
国家公務員給与削減	-	-	-0.3	-	0.3
住民税均等割の引き上げ	-	-	-	-	-0.1
給与所得控除の上限設定(所得税)	-	-	0.0	-0.1	-
給与所得控除の上限設定(住民税)	-	-	-	-	0.0
計	1.7	-0.8	-1.8	-1.3	-0.5

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 12 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. 年金給付額の引き下げは、物価下落時に年金額を減額しなかったことによる年金の超過支払い額を、2012~14 年度の 3 年間で解消するケース。2012 年度は 10 月から実施される予定。年金給付額の引き下げには、物価変動による年金給付額の変動分(2012 年度は前年比-0.3%で確定)も含む。

4. 所得税の臨時増税は約 7.3 兆円で期間 25 年。

5. 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。

6. 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。

7. 国家公務員の給与削減は、2012~13 年度の 2 年間、平均 7.8%引き下げたケース。

8. 消費税率の引き上げは除く。

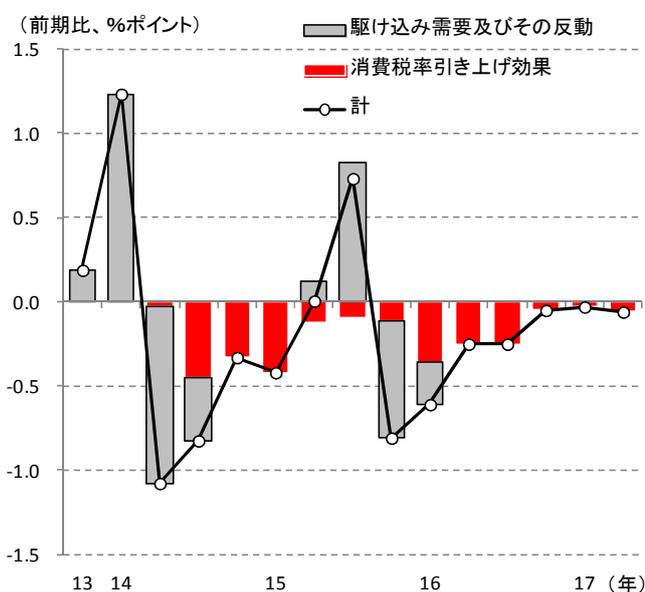
9. いずれも関連統計を利用した野村證券の推定・試算値であり、政府や官公庁の発表する数値と必ずしも一致しない。

出所: 内閣府、財務省、総務省資料等より野村證券作成

消費増税実施により、個人消費伸び率は2014年度に1%ポイント程度低下

政府は上記の政策に加えて、消費税率を10%に引き上げる案を議会へ提出する意向である（2014年4月に3%ポイント、2015年10月に2%ポイント引き上げ）。そこで、消費税率が引き上げられた場合の実質個人消費及び実質GDPへの影響を、マクロ経済モデル及び1997年4月の2%ポイント引き上げ前後の経験を基に試算した。試算の結果は図表20・21に示した通りであり、駆け込み需要及びその反動により個人消費は大きく攪乱され、また実質的な可処分所得の減少によって伸び率が下押しされる。年度別の影響をみると、個人消費の伸び率は2014年度-0.96%ポイント、2015年度-0.69%ポイント、2016年度-1.15%ポイントと大きな影響を受ける。実質GDP成長率は2014年度から3年間にわたって0.5~0.6%ポイント程度押し下げられることになる。

(図表 20) 消費税率引き上げの実質個人消費への影響



- 注: 1. 消費税率を2014年4月に3%、2015年10月に2%引き上げるケース。
 2. 消費税率引き上げ効果は、内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)の乗数より試算。
 3. 駆け込み需要及びその反動は、旧経済企画庁による1997年4月の消費税率2%引き上げ時の推計を基に試算。2度連続の引き上げが事前に決まっている場合、当時と同じ形・大きさでの駆け込み需要が出るとは限らないが、ここでは機械的に計算している。

出所: 内閣府、旧経済企画庁資料より野村證券作成

(図表 21) 消費税率引き上げのマクロ経済への影響

		実質個人消費	
		増税分	駆け込み分
2013年度	0.40	—	0.40
2014年度	-0.96	-0.64	-0.32
2015年度	-0.69	-0.92	0.23
2016年度	-1.15	-0.82	-0.33
		実質GDP	
		増税分	駆け込み分
2013年度	0.24	—	0.24
2014年度	-0.64	-0.46	-0.19
2015年度	-0.51	-0.65	0.14
2016年度	-0.53	-0.33	-0.20

- 注: 1. 伸び率に対する押し上げ・押し下げ幅、%ポイント。
 2. 消費税率を2014年4月に3%、2015年10月に2%引き上げるケース。
 3. 消費税率引き上げ効果は、内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)の乗数より試算。
 4. 駆け込み需要及びその反動は、旧経済企画庁による1997年4月の消費税率2%引き上げ時の推計を基に試算。2度連続の引き上げが事前に決まっている場合、当時と同じ形・大きさでの駆け込み需要が出るとは限らないが、ここでは機械的に計算している。

出所: 内閣府、旧経済企画庁資料より野村證券作成

雇用環境が比較的堅調なことなどから、当面の個人消費は堅調と予想

家計所得に対する政策は上述のように経済成長にとってネガティブなものが多いが、エコカー減税やエコカー補助金など、消費刺激策の多くは継続または復活されている。また、雇用環境は比較的堅調でありマクロ賃金総額の伸びが見込めること、震災後に落ち込んだ分の先送り消費がなお続くことなどから、当面は個人消費の堅調な伸びが持続する可能性が高いとみている。2012年度の個人消費は前年比+1.2%、2013年度は同+1.4%と予想している（2014年4月の消費税率3%引き上げを前提としていることから、2013年度後半は消費税導入前の駆け込み消費が生じると想定している）。

(6) 住宅投資は回復へ

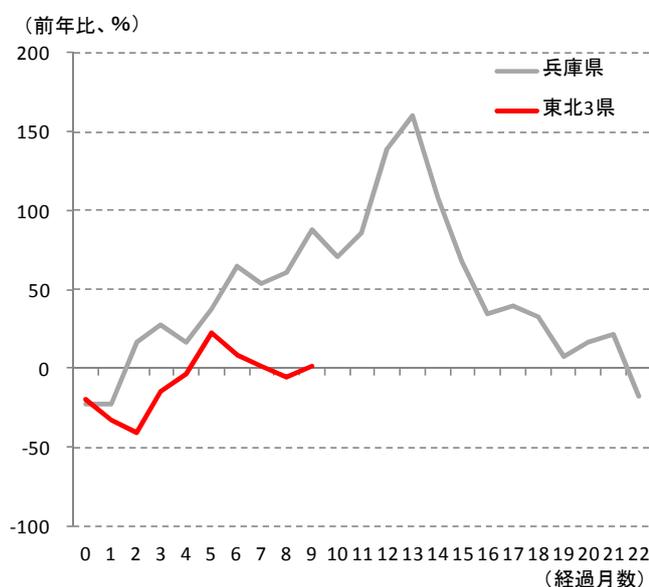
東日本大震災による住宅復興需要は約17万戸と試算

東日本大震災及びその後の余震等による住宅の全壊戸数は約13万戸、半壊戸数は約24万戸に上った(2012年2月8日時点)。阪神・淡路大震災後の被害住宅の建替え率を基に試算すると、東日本大震災による建替え需要は約17万戸とみられる。阪神・淡路大震災後は、震災の翌四半期から住宅復興需要が顕在化し始め、その後3年間にわたって継続した。ただし、今回の震災後は、再建する土地の選択の問題や福島原子力発電所事故の影響などから、住宅の建替えが遅れている(図表22)。

復興需要の顕在化、政策面での後押しから、当面の住宅投資は堅調を見込む

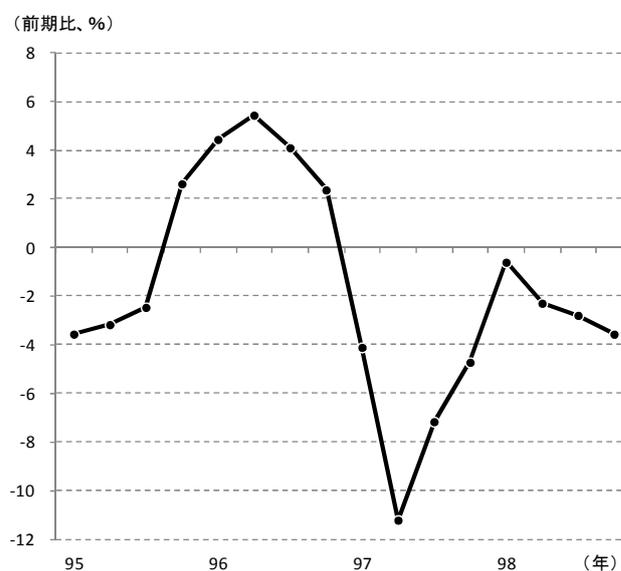
今後の住宅投資については堅調に推移する可能性が高いとみている。震災の復興需要が徐々に表れると考えられるほか、政策面での後押しも期待できるためである。住宅エコポイント制度及び優良住宅ローン金利の優遇制度などが復活したのに加え、住宅取得に係る贈与税の非課税枠も一部拡大されたうえに延長されている。また、2014年4月に消費税率が引き上げられる可能性が高まっていることも早期の住宅取得を促す可能性がある。1997年4月の消費税率2%ポイント引き上げ前にも、大幅な駆け込み需要が生じた(図表23)。今回の消費税率引き上げにあたっては、政府は軽減税率の設定には消極的だが、住宅購入のような高額な支出に対しては何らかの措置を取る意向を示している。そのため、前回のような大幅な駆け込み需要は想定していないが、政府の対応が不明確な状況が続けば、早期に住宅を取得する誘因になるとみられる。

(図表22) 震災後の住宅着工戸数の推移



注: 1. 東北3県は、岩手、宮城、福島。
2. 経過月数は、地震が発生した時点(兵庫県は1995年1月、東北3県は2011年3月)をゼロとして数えた月数。
出所: 国土交通省資料より野村證券作成

(図表23) 消費税導入前後の住宅投資の動き



出所: 内閣府

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。

(7) 消費者物価は依然として軟調な推移

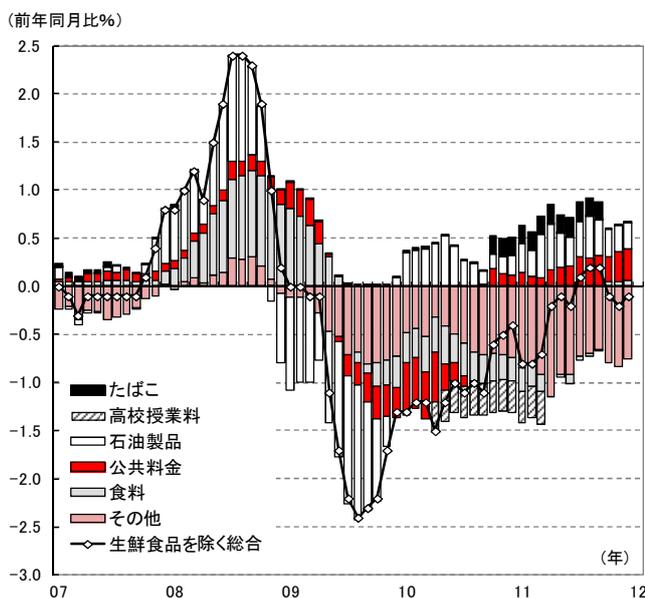
コア CPI が前年比プラスの伸びに転じるのは 2013 年になる見通し

2011年10-12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-0.1%となり、7-9月期の同+0.2%から再び低下に転じた。低下の主因はたばこ税引き上げの影響の剥落であるが、教養娯楽サービス等の軟調が目立っており、物価の基調は予想よりも弱い印象である（図表24）。2011年前半は原油価格の高騰の影響などから指数水準が高いため、今後は同程度の原油価格の高騰などが再現されない限り、前年比ではもう一段の物価低下が予想される。2012年後半からはコアCPIは徐々に上昇に向かい、2013年内には前年比プラスの伸びに転じるとみている（図表25）。

電気料金引き上げによりコアCPIが水面上に浮上する可能性も

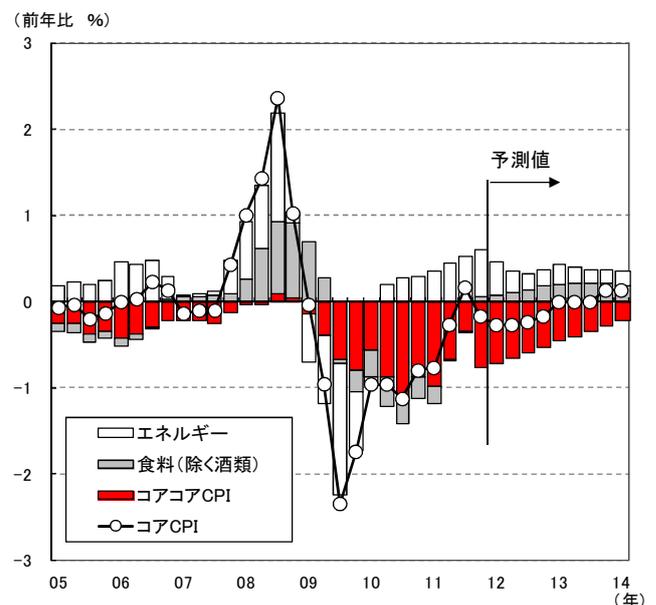
東京電力は2012年4月より企業向け電気料金を平均17%値上げすると発表しており、家庭向け電気料金値上げの可能性も示唆している。仮に家庭向けの電気料金が5~15%引き上げられた場合、東京電力のみ値上げしたケースでは0.06~0.17%ポイント、その他の電力会社も追随して値上げしたケースでは0.17~0.52%ポイント、コアCPI上昇率が押し上げられる計算になる。家庭向け電気料金の引き上げにより、コアCPIが予想以上に早くプラスの伸びに転じる可能性もあろう。

(図表24) 全国コアCPIの寄与度分解



注: 1. コアCPIは、生鮮食品を除いた消費者物価指数。
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: 総務省資料等より野村證券作成

(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がそれぞれ96ドル/バレル、96ドル/バレル、96ドル/バレル、円ドルレートがそれぞれ79円/ドル、79円/ドル、82円/ドル。
出所: 総務省資料等より野村證券作成

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たものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、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けますようお願い申し上げます。

(8) 日銀の金融政策を巡る誤解

予想外の金融緩和を講じた日本銀行

日本銀行（以下、日銀）は2月13、14日の金融政策決定会合において、全員一致で追加金融緩和措置を講じることを決定した。今回の政策変更は、タイミング、緩和規模（金額）、文言変更と、多くの市場参加者にとってサプライズ緩和であった。このことが、日銀の政策運営の誤解を生み、行き過ぎた追加緩和期待につながっている可能性は窺われる。

追加緩和策として日銀は、資産買入基金を10兆円程度増額し、65兆円程度へ拡充した。買入基金の増額分は全て長期国債の購入に充てられる。結果、月当たりの長期国債買入額は、5,000億円から1.5兆円へと大幅に拡大する。

日銀が財政ファイナンスを始めたとの誤解

日銀は資産買入等基金を通じた長期国債の買い入れ以外にも、月間1.8兆円規模の長期国債の買い入れ（いわゆる輪番オペ）を実施している。両者を合わせると、年末まで月間3.3兆円程度、年換算で40兆円近く国債を購入する計算になる。これは2012年度予算案に掲げられた新発国債の発行額に概ね匹敵する。このことをもって、「日銀は財政ファイナンスを始めた」との見方もあるが、これは誤解であろう。

そもそも日銀内における両者の位置付けは全く異なる。輪番オペは成長資金の供給と位置付けられ、日銀は長期国債を日銀券の発行残高を超えない範囲でしか保有できないという独自のルール（銀行券ルール）を設定している。近年では、2009年3月に引き上げられたのを最後に変更は見送られている。一方、資産買入等基金は、短期金利の低下余地が限界的となっているとの判断に基づき、臨時措置としてバランスシート上に別建ての基金として創設された。同基金での買入対象国債は残存年限が1~2年のものに限られ、銀行券ルールも適用されない。日々の流動性調節オペ以外に中央銀行が国債買入を行うことを持って、財政ファイナンスと定義するならば別だが、少なくとも性格の異なる国債買入オペを合算した議論は、行き過ぎであるように思われる。

また、足下で日銀による財政ファイナンスを必要とするほど、国債市場の需給が悪化している訳ではない。先行きに関しては、景気回復に伴う資金需要が発生し、銀行の国債投資余力の状況を示す預貸比率が上昇（国債投資余力の低下）するのではないかと懸念する声も聞かれる（図表26）。近年の景気動向と銀行貸出の推移を比較すると、従来と比べて両者の相関は低下しており、景気の急変動にも関わらず銀行貸出は安定推移してきたことが分かる（図表27）。このため、景気回復が、銀行の投資行動に大きく影響を与える程に預貸比率を変化させる可能性は必ずしも高くはないとみられる。

「物価安定の目途」はインフレターゲットではない

日銀は追加緩和と同時に、従来の「中期的な物価安定の理解」に代えて、「中期的な物価安定の目途」を導入することを発表した。具体的には「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする」というものである。日銀が「目途」の英訳として「goal」を使用したことから、インフレ目標の導入との解釈も目につく。ただし、今回の変更は、白川総裁自身が明らかにしているように、従来の「物価安定の理解」が分かりにくいとの批判を受けて、より分

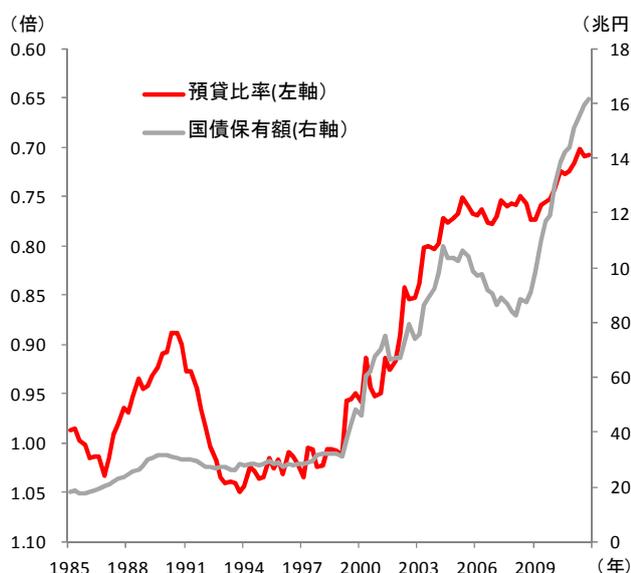
かり易い形に修正した以上のものではないと思われる。ましてインフレ率が上記のレンジを外れた場合の措置や責任、目標達成までの期間を明示した訳ではなく、インフレ目標政策、すなわちインフレターゲット政策とは一線を画している。

以上を踏まえると、日銀がデフレ解消に向けて、従来よりも金融緩和に対して積極的となる可能性は低いと考えられる。今回の金融緩和措置は、タイミング、金額ともに我々にとってもサプライズであった。今回の決定の背景には、政府からの強い要請に対処した面に加え、ギリシャ向け第2次支援策を巡る議論が大詰めを迎えるなか、金融市場の不安定化リスクに対して事前に手を打った側面が強いと思われる。このため、日銀は緩和打ち止め感の醸成を回避しながらも、当面は様子見姿勢を維持する公算が高まったと判断する。

追加金融緩和の発動要件としては、従来同様に、円高を伴う極端な金融市場の変動に加え、政治サイドからの要請の高まりが挙げられよう。今回の日銀の対応に対して政府からは歓迎の声も聞かれる一方、与野党の中には依然としてデフレ脱却のために大幅な金融緩和を求める声も根強い。消費増税論議を巡る政治情勢の混乱を見越し、与野党の中には次期衆院選のマニフェスト（選挙公約）に日銀法改正を盛り込む動きもあり、政府からの追加緩和要請を無視し続けることは難しいかもしれない。

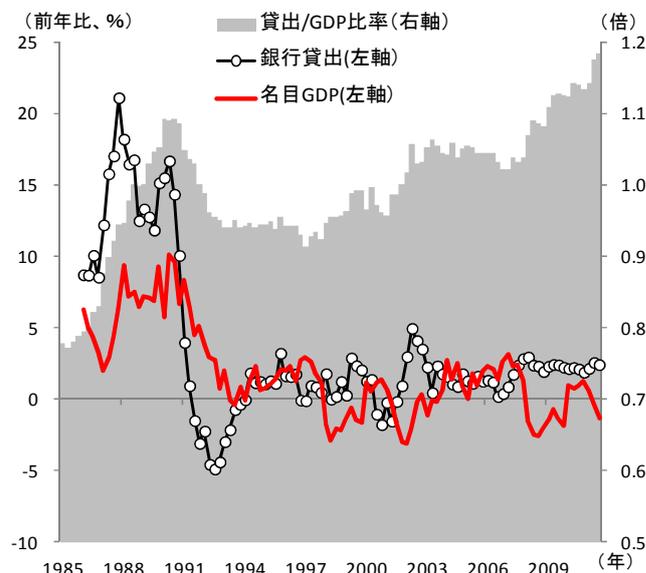
なお、日銀の利上げ時期に関しては、米国の利上げ時期の後ずれ（2014年後半）、2015年10月にも予定される消費税率が引き上げ、インフレ見通しの改定等を反映し、従来の2015年後半から2016年以降へと修正する。債券相場は2014年半ばの利上げを織り込んでいるとみられるが、米国に先駆けて日本で利上げ実施の条件が整う可能性は限定的であろう。

（図表 26） 銀行の預貸比率と国債保有額



出所: 日本銀行資料より野村證券作成

（図表 27） 銀行貸出と景気動向



出所: 内閣府、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。

(9) 復興対策で公共投資が本格拡大

拡張的な財政政策が続く

総額 2.5 兆円の 2011 年度第 4 次補正予算が 2 月 8 日に成立した。この結果、2011 年度予算で、当初予算から 4 次補正まで合わせた一般会計予算の総額は過去最大の計 107.5 兆円に達した。一方、2012 年度政府予算は、一般会計の歳出規模が 90.3 兆円と 6 年ぶりに前年度水準を下回り、また新規国債発行額を 44 兆円以下に抑えるという目標が達成されるなど、一見、財政健全化路線が堅持されているようにも見える。しかし、以下の点から、実質的には財政拡張的な姿勢が続いている。第 1 に、震災の復興・復旧費は一般会計に計上されず、震災特別会計 (3.3 兆円) に計上された、第 2 に、一時的な財源である税外収入 (3.7 兆円) への依存体質から脱していない、第 3 に、新規国債発行額に計上されない「交付国債」で基礎年金の国庫負担 2.6 兆円を賄い、見かけ上の国債発行額を減らす方針、である。

復興関連対策は GDP を+2%以上押し上げる

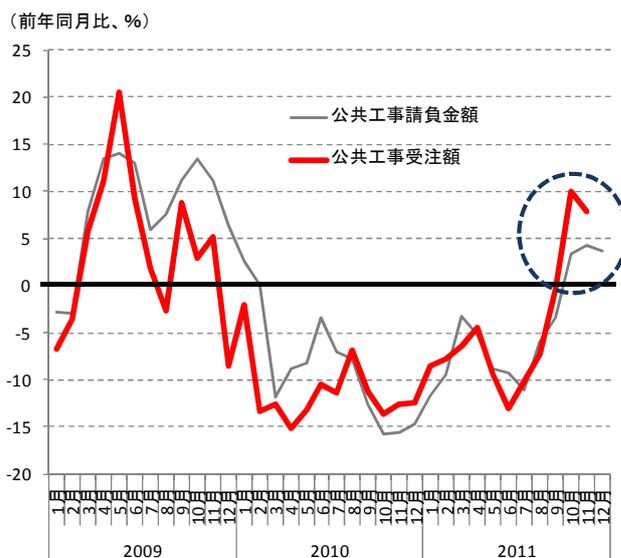
2012 年前半には政府による復興関連支出が本格化しよう。2011 年 10-12 月期にマイナス成長に陥った実質 GDP 成長率は、2012 年 1-3 月期には前期比年率+3%前後の高成長になると見込まれる。復興関連支出の本格化が、その牽引役の一角を担おう。2011 年 11 月に成立した、巨額の復興関連支出 (円高対策も含む) 9.1 兆円を含む 2011 年度第 3 次補正予算の執行が、年初から本格化すると予想される。さらに、2011 年度第 4 次補正予算も成立した。加えて 2012 年度政府予算案にも、特別会計で 3.25 兆円の復興関連支出が計上されている。2011 年度第 1 次～第 4 次補正予算案及び 2012 年度政府予算案に計上された復興関連支出は合計で 20.9 兆円と名目 GDP (2010 年度) 比 4.4%に及び、実質 GDP を合計で 2.6%程度押し上げると試算される (図表 28)。

(図表 28) 復興関連支出の経済効果推定

	復興関連 支出額 (兆円)	合計 (GDPへの 影響、%)	公共投資 関連 (GDPへの 影響、%)	個人所得 関連 (GDPへの 影響、%)	企業所得 関連 (GDPへの 影響、%)
2011年度					
1次補正	4.0	0.41	0.41	0.00	0.00
2次補正	2.0	0.24	0.20	0.03	0.01
3次補正	9.1	1.45	0.92	0.42	0.11
4次補正	2.5	0.40	0.25	0.12	0.03
2012年度 政府予算案	3.3	0.14	0.09	0.04	0.01
合計	20.9	2.64	1.88	0.61	0.16

出所: 野村證券

(図表 29) 公共工事活動の推移



注: 3カ月移動平均値。

出所: 国土交通省、建設業信用保証株式会社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。

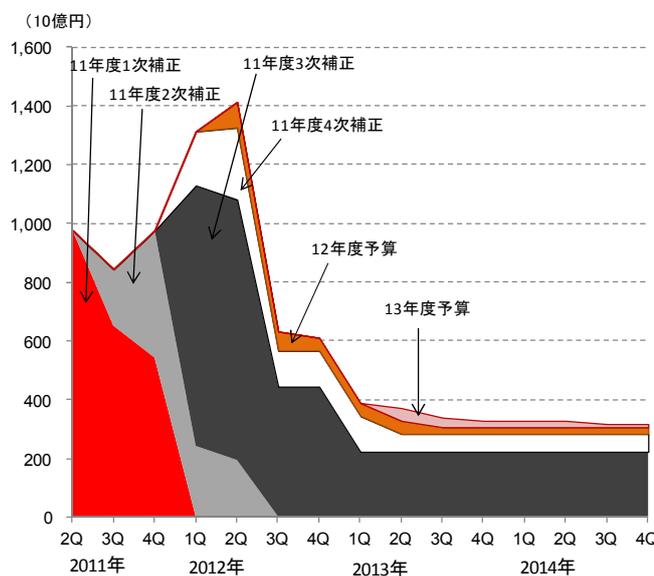
2011年秋から公共投資は加速傾向を示す

復興関連支出のうち景気浮揚効果を発揮する支出は、公共投資関連、個人所得関連（個人所得拡大を通じて景気浮揚効果を持つ）、企業所得関連、瓦礫整理に分類できるが、このうち最も大きな効果が見込まれるのが、公共投資関連支出である。上記実質 GDP 押し上げ効果 2.6%のうち、+1.9%程度と試算される。公共投資の先行指標となる公共工事受注額は、3カ月移動平均値を見てみると、昨年9月から前年比でプラス基調が定着している（図表 29）。それに遡る2年程度は減少基調であったことを踏まえれば、2011年4月に成立した2011年度第1次補正予算、7月に成立した2011年度第2次補正予算の効果が顕在化したことが確認できる。

公共投資の増加率は2012年前半がピークに

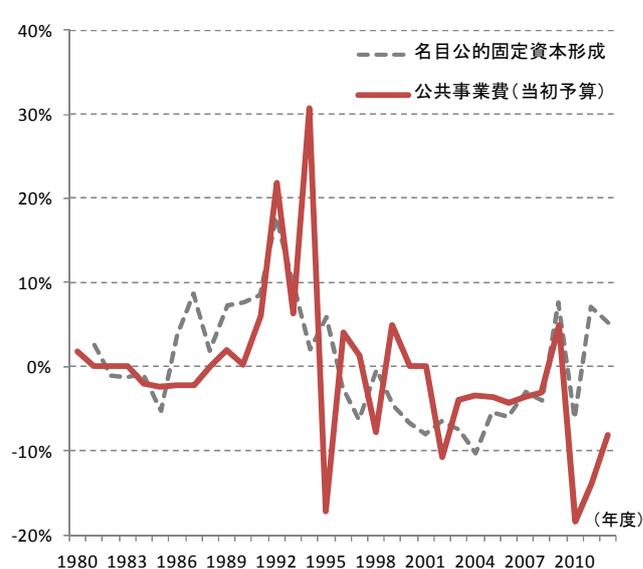
2012年前半には復興関連の公共投資は顕著に拡大しようが、後半にはその増勢が衰える可能性を見込んでおきたい。復興関連支出は長期間続こうが、プラスの増加率を示すのはその初期段階にとどまりやすい。畳みかけるように実施される、2011年度第2次補正予算、第3次補正予算、第4次補正予算、2012年度予算の執行が重なる2012年前半が公共投資の増加率のピークとなりやすい。（図表 30）は復興関連支出の今後の推移を試算したものである。1次補正については予算執行期間が3四半期、2次補正は1年、3次・4次補正及び12・13年度本予算は3年と仮定した。この試算によれば、2012年7-9月期以降、復興関連投資額は減少に転じるとの結果になった。

（図表 30）復興関連公共投資の推定



出所: 野村証券

（図表 31）公共事業費(当初予算)と名目公共投資額



出所: 内閣府、財務省資料より野村証券作成

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

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

阪神大震災でも公共投資のプラス成長は4四半期間

1995年の阪神大震災後も、公共投資(公的資本形成)の拡大は4四半期にとどまった点に注目したい。公共投資額が、名目値、実質値ともに震災発生時の1995年1-3月期の水準まで低下したのは1998年1-3月期であり、これは3年間程度復興関連の公共投資が続いたことを示唆しているのかもしれないが、公共投資の加速局面は1年程度であった。さらに1923年に発生した関東大震災でも、政府の建設投資(除く軍事関連)は1923年が前年比+0.2%、それに続く2年間は減少している。このような過去の経験も踏まえれば、今回の大震災後の局面でも、公共投資が加速し成長率全体にプラスに寄与する期間は長くはなく、2013年度の公共投資は前年度比で大幅減少となる可能性が高い。

復興関連を除いた公共投資は減少基調が続いている

さらに注目しておきたいのは、復興関連を除く公共投資は、減少基調にあるという点である。名目公共投資の過去10年間(2001~2010年度)の平均増加率は-4.9%である。また、公共投資削減を政権公約に掲げた民主党政権の成立を映して、2010年度当初予算での公共事業費は前年度比-18.3%、11年度は同-13.8%と歴史的な減少幅となっている(図表31)。さらに2012年度政府予算案でも、公共事業費は前年度当初予算比で-8.1%と引き続き大幅減少基調である。こうした点も踏まえれば、復興関連の公共投資の加速傾向が一巡すると見込まれる2012年7-9月期以降は、公共投資は再び減少基調に戻る可能性が高いと予想されるのである。公共投資は、予想以上のペースで当面は加速する可能性も考えられる。しかし、そのようなポジティブサプライズは、2012年前半までにとどまりやすい点にも留意しておきたい。

労働市場の改善でさらなる逆風をしのぐ

労働市場は堅調さを増し、国内外からの逆風をしのぎやすい環境となってきた。

景気動向

米国の実質 GDP 成長率は、2011 年前半に前期比年率+0.8%と低調であったが、2011 年後半は同+2.3%へ加速した。力強い在庫の伸びがこれを支えた。労働市場も堅調さを増してきた。失業率は5カ月連続して低下し、1月の失業率は8.3%と、約3年ぶりの水準となった。雇用見直し改善を受けて、消費者信頼感も回復し、高額な消費財購入を手控える動きが後退し、1月の乗用車・軽トラックの販売台数は年率換算で1,420万台に達した。乗用車やその他耐久財の消費は今後も緩やかな増加傾向をたどるとみられる。住宅販売にも改善がみられるものの、不動産価格が軟調で、依然として低迷が続いている不動産部門には力強い回復を期待できない。長引く先行き不透明感により、企業の設備投資が抑えられるものの、最終需要の改善や潤沢なキャッシュが引き続き設備投資を下支えしよう。財政は連邦・州・地方政府の全てにおいて緊縮型で、政府消費ならびに社会資本（インフラ）整備関連の支出は引き続き抑制されよう。

物価動向

商品価格が2011年4-6月期に過去最高をつけた後、急落し、これを受けて消費者物価は加速から減速に転じた。2011年10-12月期の消費者物価（CPI）上昇率は、前年同期比+3.3%と、3年ぶりの高水準をつけた2011年7-9月期の同+3.8%から減速した。賃貸住宅の供給不足によるインフレ圧力が低下し、最近のコアCPI加速に歯止めがかかろう。このような状況から、我々は、この先CPI上昇率の減速傾向が続き、米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を下回る水準まで減速すると予想している。

財政・金融政策

米議会は2月末の失効前に給与税減税ならびに緊急失業保険給付プログラムの延長を承認する公算が大きい。その場合、2012年の緊縮型財政の影響が一部緩和されよう。FRBは事実上のゼロ金利政策を2014年末まで続ける必要があるとの見方を示しているが、野村では、2013年央までに新たな量的緩和を打ち出すと引き続き予想している。

リスク要因

多額の家計債務の後遺症や金融部門の調整が続いていることから、リスクは引き続き下振れ方向である。米国の財政緊縮や欧州の景気後退懸念がこのようなリスクを増幅させている。

米国経済見通し要約表

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	1.8	2.8	1.8	2.3	2.6	2.5	2.5	2.5	1.7	2.2	2.5
個人消費	1.7	2.0	1.9	2.2	2.3	2.1	2.3	2.4	2.2	2.0	2.3
非住宅固定資本形成	15.7	1.7	6.2	8.2	8.0	6.0	5.0	5.4	8.6	7.3	6.0
住宅投資	1.2	10.9	4.8	6.3	8.5	10.9	14.7	18.1	-1.4	6.6	13.3
政府支出	-0.1	-4.6	-3.0	-2.5	-1.9	-2.0	-2.4	-2.3	-2.1	-2.5	-2.2
輸出(財・サービス)	4.7	4.6	6.3	6.9	8.0	8.4	6.7	6.3	6.8	6.1	7.1
輸入(財・サービス)	1.2	4.4	4.0	4.6	4.2	4.7	3.0	4.3	5.0	3.8	4.1
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	2.7	0.9	1.5	2.1	2.3	2.0	2.0	2.3	1.9	1.8	2.2
在庫投資	-1.4	1.9	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1
純輸出	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.0	0.2	0.2
失業率(%)	9.1	8.7	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	7.9	9.0	8.1	7.9
非農業部門雇用者数(1,000人)	96	137	190	150	150	150	150	150	124	160	180
住宅着工件数	615	657	656	668	695	725	782	827	607	686	834
(季節調整済み年率、1,000戸)											
消費者物価(前年比%)	3.8	3.3	2.4	1.8	1.4	1.5	1.4	1.3	3.1	1.8	1.3
コア消費者物価(前年比%)	1.9	2.2	2.1	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6
連邦財政収支(対GDP比%)									-8.7	-7.0	-5.9
経常収支(対GDP比%)									-3.1	-3.6	-3.3
連邦準備制度理事会(FRB)	2.64	2.61	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.61	3.00	3.00
証券ポートフォリオ保有高(兆ドル)											
政策金利(フェデラルファンド(FF))	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
金利誘導目標水準、%											
3カ月物ドルLIBOR金利(%)	0.48	0.58	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.65	0.58	0.60	0.70
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.24	0.24	0.25	0.25	0.25	0.30	0.35	0.40	0.24	0.30	0.50
5年物財務省証券利回り(%)	0.95	0.83	0.85	0.95	1.10	1.25	1.30	1.35	0.83	1.25	1.55
10年物財務省証券利回り(%)	1.92	1.87	2.00	2.15	2.25	2.40	2.45	2.50	1.87	2.40	2.70
30年物住宅ローン金利(%)	4.03	3.95	3.95	4.00	4.05	4.15	4.15	4.15	3.95	4.15	4.30

(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. 2012年2月13日現在。

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

景気悪化の程度を見極めたい

緊縮財政や信用条件の引き締めを受けて、ユーロ圏は景気後退入りしよう。しかし金融市場は底打ちし、経済活動は最悪期を過ぎようとしているようだ。

景気動向

このところ金融市場の地合いは改善したが、ユーロ圏の複数の国が直面している根本的な支払い能力の問題に投資家が再度注目した場合、政府債務危機が改めて深刻化することが懸念される。野村では引き続き、2012年の見通しには2つの側面があると考えている。ひとつ目は、相対的に小幅な景気後退を伴う楽観シナリオ（野村の基本シナリオ）で、ふたつ目は政府債務危機が再び深刻化し、ユーロ崩壊に至るといった悪化シナリオである。基本シナリオにおいても、とりわけ2013年末の失業率が11.7%に達して、ユーロ開始以来の最高を記録する公算が大きいなか、投資ならびに消費の見通しは厳しいと考えている。ユーロ圏内で追加の緊縮財政を発表する国が増加するなか、2012年は財政の逆風も強まる模様である。とは言え、目先の見通しは好転しており、発表頻度の高い経済指標は改善している。この先については、圏外の成長加速が2012年も引き続きユーロ圏の景気を支えると予想される。欧州中央銀行（ECB）の流動性供給策は金融情勢の緩和、市場の信頼感回復などに寄与していると考えられる。

物価動向

商品価格の反落に加え、域内の物価上昇圧力が後退したことから、ユーロ圏のインフレ圧力は徐々に弱まろう。しかし、欧州連合（EU）標準の消費者物価（HICP）上昇率は、2012年7-9月期まで政策目標（前年比+2.0%を下回るが、これに近い値）を上回る状態が続くと予想される。商品価格が急落しない限り、本格的なデフレに陥る可能性は小さいだろう。

財政・金融政策

野村では引き続き、ECBが0.25%ポイントの追加利下げ（2012年3月）ならびにバランスシートのさらなる拡大を実施して、金融政策をさらに緩和させると考えている。しかし、追加量の緩和もしくは長期リファイナンスオペ（LTRO）拡大のいずれかの措置の選択を迫られた場合、とりわけ2011年12月に実施された3年物LTROの第1弾が奏功している兆しがみられれば、ECBは後者を選択するだろう。

リスク要因

政府債務危機は引き続き景気見通しに影を投げ掛けており、経済見通しの大幅な下振れリスクとなっている。しかし、こうした下振れリスクは従来想定よりも軽減しており、経済指標の上振れが続けば、野村の予測期間の終わり（2013年末）までECBが政策金利の主要リファイナンス金利を1.00%に据え置く可能性もあろう。

ユーロ圏経済見通し要約表

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	0.6	-1.4	-1.0	-1.4	-0.4	0.1	2.5	2.7	1.5	-0.7	1.5
個人消費	1.2	-1.9	-1.6	-1.3	-0.1	0.2	1.5	1.8	0.3	-1.0	1.1
固定資本形成	0.4	-3.1	-3.4	-3.2	-1.5	-0.3	3.8	5.3	2.1	-2.2	2.5
政府消費	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.1
輸出(財・サービス)	6.2	-5.0	-3.8	-5.7	-3.3	-1.8	7.9	8.1	6.0	-2.5	3.8
輸入(財・サービス)	4.5	-6.6	-7.2	-7.7	-4.8	-3.2	6.5	7.6	4.1	-4.7	2.7
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	0.7	-1.8	-1.7	-1.4	-0.4	0.0	1.6	2.1	0.6	-1.0	1.0
在庫投資	-1.0	-0.2	-0.7	-0.7	-0.6	-0.4	0.0	0.2	0.0	-0.6	-0.1
純輸出	0.9	0.6	1.4	0.7	0.5	0.5	0.9	0.5	0.9	0.9	0.6
失業率(%)	10.1	10.3	10.5	10.8	11.0	11.3	11.5	11.6	10.1	10.9	11.6
雇用者報酬 (一人当たり、前年比%)	2.4	2.1	1.3	0.9	0.9	0.7	0.9	1.5	2.3	0.9	1.9
労働生産性(前年比%)	1.0	0.6	-0.2	-0.2	-0.4	0.1	0.9	1.7	1.3	-0.2	1.9
単位労働コスト(前年比%)	1.3	1.5	1.4	1.1	1.3	0.6	0.0	-0.3	1.1	1.1	0.0
財政収支(対GDP比%)									-4.4	-2.6	-2.3
経常収支(対GDP比%)									-0.1	-0.4	-0.6
消費者物価(HICP、前年比%)	2.7	2.9	2.4	2.2	2.3	1.8	1.7	1.5	2.7	2.2	1.7
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	1.50	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75
3カ月物EURIBOR金利(%)	1.55	1.36	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.97	1.36	0.95	1.03
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.90	1.83	1.60	1.50	1.50	1.75	1.85	2.00	1.83	1.75	2.50
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.38	1.31	1.25	1.20	1.23	1.25	1.26	1.28	1.31	1.25	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。年間は四半期の平均値。

5. EURIBORは欧州銀行間貸出金利。

6. 2012年2月13日現在。

(出所) 欧州連合(EU)統計局、欧州中央銀行(ECB)、トムソン・ロイター・データストリームよりノムラ・インターナショナル plc 作成

12年後半から景気回復再開の見通し

ユーロ圏政府債務危機の深刻化が、英国の景気回復に対する懸念要因となっている。金融政策委員会（MPC）はインフレ高止まりにもかかわらず、積極的な量的緩和策を打ち出し、これに対応している。

景気動向

2011年終わりには基調的な成長率が減速し、2012年に入りようやく国内景気回復の兆しがみられたものの、ユーロ圏政府債務危機の深刻化が足かせとなっている。景気の循環的回復の兆しはみられるが、2012年4-6月期はそれ以上に強い逆風が予想される。政府債務危機が再び深刻化し、4-6月期の景気回復が抑制されよう。しかし野村では引き続き、とりわけ深刻な事態に陥らなければ、7-9月期には持続的な成長加速が再開すると予想している。8月に開催されるロンドンオリンピックの影響を除けば、潜在成長率が低迷し、長期平均を下回る成長が予想される。

物価動向

2011年1月からの付加価値税（VAT）引き上げやエネルギー価格上昇など、一連の「一時的」要因により、インフレが押し上げられてきた。しかし、インフレ率の基調は減速しているとみられ、比較対象となる前年同月の水準から一時的要因がはく落すれば、減速が明らかとなろう。消費者物価（CPI）上昇率は2012年初めにとりわけ大幅な減速が予想され、その後年間を通じて、政府目標（前年比+2.0%）に近づくとみられる。しかし野村では、イングランド銀行（BOE：中央銀行）とは異なり、世界経済が急速に悪化しない限り、野村の予測期間の終わり（2013年末）までに、CPI上昇率が政策目標を下回ることはないとしている。

財政・金融政策

世界景気の減速や内需減退の兆候に対して、BOEは積極的な対応を行っている。現時点で500億ポンドの国債買い入れプログラムを実施しているが、5月には250億ポンド拡大して延長され、資産買い入れ枠拡大を終了する公算が大きい。量的緩和が8月まで継続される場合、利上げの可能性は低いだろう。よって野村では2013年末まで利上げは開始されないとみている。現在、財政再建を継続していることも、金融面の景気刺激の必要性を裏付ける材料の1つである。野村では、財政再建によるGDPの押し下げ幅は、2011/12年度（2011年4月～2012年3月）の1.5%から2012/13年度には0.9%に縮小すると予想している。政府は向こう5年以内に構造的経常勘定を均衡させる財政目標を掲げているが、政府の歳出計画は、楽観的な潜在成長見通しに基づき策定されており、財政目標達成のためには、さらなる措置を打ち出す必要がある。

リスク要因

野村の成長予想には下振れリスク要因が多いが、インフレの予想にあたっては上振れリスクもある。BOEの金融政策については、予想以上の金融緩和が進む可能性がある。

英国経済見通し要約表

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	2011年	2012年	2013年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	2.3	-0.6	0.7	-0.4	2.2	0.5	1.6	2.3	0.9	0.6	1.7
民間消費	-0.4	-0.6	0.3	1.0	2.4	0.6	1.7	1.6	-0.6	0.4	1.5
固定資本形成	5.1	-4.8	1.7	1.4	3.4	4.5	2.8	2.1	-2.8	1.0	3.7
政府消費	0.8	-0.8	-1.6	-1.5	-1.5	-1.9	-1.5	-1.5	0.8	-0.9	-1.6
輸出(財・サービス)	-3.0	3.8	3.3	2.6	5.4	3.5	5.9	6.2	4.4	2.1	5.4
輸入(財・サービス)	1.9	1.7	2.1	3.6	4.0	3.3	3.8	2.5	1.4	2.3	3.5
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	0.7	-1.3	0.1	0.5	1.7	0.6	1.1	1.0	-0.6	0.2	1.2
在庫投資	3.1	0.1	0.3	-0.5	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.7	0.5	0.0
純輸出	-1.5	0.6	0.3	-0.3	0.4	0.0	0.6	1.1	0.9	-0.1	0.5
失業率(%)	8.3	8.4	8.4	8.5	8.5	8.5	8.4	8.4	8.1	8.5	8.3
財政収支(対GDP比%)									-8.3	-8.0	-7.2
経常収支(対GDP比%)									-2.6	-2.1	-1.5
消費者物価(前年比%)	4.7	4.6	3.3	3.1	2.8	2.6	2.5	2.5	4.5	3.0	2.4
小売物価(前年比%)	5.2	5.1	3.8	3.6	3.4	3.2	3.1	3.1	5.2	3.5	3.1
政策金利 (オフィシャル・バンクレート、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
10年物国債利回り(%)	2.43	1.98	2.30	2.35	2.35	2.45	2.55	2.60	1.98	2.45	3.00
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.87	0.83	0.82	0.82	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.56	1.55	1.52	1.46	1.48	1.51	1.52	1.54	1.55	1.51	1.57

(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の期間平均。

5. 財政収支は財政年度(4月～翌年3月)の非金融公的部門純借入額に基づく。

6. 2012年2月13日現在。

(出所) 英国政府統計局、イングランド銀行(BOE)、トムソン・ロイター・データストリームよりノムラ・インターナショナル plc 作成

引き続き減速傾向も、成長低下ペースはより緩やかに

2012年前半は、住宅投資と輸出が低迷を続ける可能性がある。しかし、緩和的な政策により下振れリスクが抑えられよう。

景気動向

最近発表された経済指標のほとんどが事前予想を上回っている。2011年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.9%へ、7-9月期の同+9.1%から減速したものの、予想を上回った。また、12月の鉱工業生産の伸びも前年同月比+12.8%と、11月の同+12.4%から予想に反して加速した。さらに、2012年1月の製造業購買担当者調査（PMI）は2011年12月の50.3から50.5へ上昇し、予想を上回った。この一方、2011年1~12月の都市部固定資産投資（名目）は前年同期比+23.8%と、1~11月の同+24.5%から減速した。不動産部門が引き続き減速したことが原因である。また、1月の加工貿易の輸入が営業日調整後で前年同月比-5.7%と減少したことから、この先、輸出の伸びは減速が予想される。このような経済指標は中国の経済成長が2011年前半にさらに減速する可能性を示唆しているが、上振れリスクが顕在し、減速ペースは野村予想を下回るとも考えられる。

物価動向

2012年1月の消費者物価（CPI）上昇率は主に旧正月の影響により、2011年12月の前年比+4.1%から同+4.5%へ予想に反して加速した。一方、2012年1月の生産者物価（PPI）上昇率は同+1.7%から同+0.7%へ大幅に減速した。2012年前半は、前年の水準の高さや食料品価格の値下がりから、CPI上昇率の減速が予想される。ただし、賃金の伸びの加速、電力料金の自由化、世界的な流動性緩和を受けて、CPI上昇率は2012年後半に再加速するとみられる。2012年のCPI上昇率は前年比+4.0%、2013年は同+4.2%と、構造的に高止まりが続こう。

財政・金融政策

2012年1月の消費者物価（CPI）上昇率が予想に反して加速したことから、中国人民銀行（PBC：中央銀行）が2月に金融政策を緩和する余地が狭まった。野村では、旧正月後はCPI上昇率と成長率は減速傾向を辿り、中国人民銀行（PBC:中央銀行）は3月に預金準備率を0.50%ポイント、政策金利を0.25%ポイントそれぞれ引き下げると予想している。また、第11期全国人民代表大会（全人代）が3月5日に開幕し、この場で予算ならびに実質GDP成長率目標が発表されるが、財政政策の方針は2011年からほとんど変更されないとみている。実質GDP成長率目標を前年比+8.0%に据え置くのか、同+7.5%へ引き下げるのが、政策見通しを判断する上で重要である。

リスク要因

1月の経済指標の多くが上振れたことを考えると、野村の2012年1-3月期の実質GDP成長率予想は下振れ方向より上振れ方向のリスクが大きい。2012年4-6月期以降は、輸出や住宅不動産市場には不透明感が続こう。欧州経済の下振れリスクは縮小したものの、解消したわけではない。ここ数カ月間で民間住宅投資が急速に冷え込み、新規住宅着工などの先行指標は低迷が続いている。

中国経済見通し要約表

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	2011年	2012年	2013年
実質GDP(前年比%)	9.1	8.9	7.5	7.6	8.1	8.4	8.4	8.2	9.2	7.9	8.2
消費者物価(前年比%)	6.3	4.6	3.9	3.6	3.9	4.5	4.1	3.9	5.4	4.0	4.2
コア消費者物価(前年比%)	2.4	1.9	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	2.2
小売売上高(名目、前年比%)	17.3	17.5	15.2	15.7	16.3	16.8	16.2	15.9	17.1	16.0	16.5
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	24.9	23.8	18.0	18.5	18.8	19.0	21.0	20.6	23.8	19.0	21.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	13.8	12.8	11.5	11.8	12.0	12.4	12.3	12.0	13.9	12.1	12.3
輸出(米ドル建て、前年比%)	20.6	14.3	8.0	10.0	13.0	15.0	13.0	12.0	20.4	11.7	11.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	24.9	20.1	15.0	15.0	17.0	17.0	18.0	18.0	24.9	16.0	16.0
貿易収支(10億米ドル)	63.8	48.3	-28.8	30.0	53.9	46.3	-55.6	4.1	155.1	94.1	4.7
経常収支(対GDP比%)									2.8	1.7	1.0
財政収支(対GDP比%)									-1.1	-1.2	-1.5
人民元建貸出の純増額(兆元)									7.5	8.0	9.0
1年物貸出基準金利(%)	6.56	6.56	6.31	6.31	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.31	7.06
1年物預金基準金利(%)	3.50	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	4.00
預金準備率(%)	21.5	21.0	20.5	20.0	19.5	19.5	19.5	19.5	21.0	19.5	19.5
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.40	6.30	6.28	6.18	6.17	6.15	6.11	6.08	6.30	6.15	6.00

(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. 財政収支は中央政府・地方政府連結ベース、財政年度は1月～12月。

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。

5. 2012年2月13日現在。

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

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、%)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
全世界	3.7	3.2	4.1	4.3	3.3	3.1	3.36	3.11	3.49
先進国	1.4	1.2	2.1	2.7	1.8	1.5	0.56	0.51	0.54
新興国	6.6	5.6	6.5	6.3	5.2	5.0	6.77	6.16	6.81
米州	2.4	2.5	2.9	4.5	3.3	2.9	2.61	2.34	2.65
米国	1.7	2.2	2.5	3.1	1.8	1.3	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.4	2.2	2.2	2.9	1.7	2.0	1.00	1.50	2.00
ラテンアメリカ	4.3	3.3	4.3	8.6	7.8	7.3	9.60	8.36	9.38
アルゼンチン	8.0	3.0	4.6	22.5	18.2	15.4	19.50	18.00	16.00
ブラジル	3.0	3.2	5.1	6.5	5.2	5.5	11.00	8.50	11.00
チリ	6.3	4.6	5.8	3.9	2.9	3.1	5.25	4.25	5.50
コロンビア	5.6	4.5	4.5	3.8	3.7	3.7	4.75	5.50	7.00
メキシコ	3.9	3.0	3.0	3.8	3.9	3.7	4.50	4.50	4.50
ペネズエラ	3.7	4.0	3.0	27.0	33.0	30.0	15.00	14.50	16.00
アジア・太平洋地域	5.9	5.7	6.3	4.7	3.6	3.7	5.02	4.65	5.20
日本	-0.9	1.8	1.5	-0.3	-0.2	0.1	0.05	0.05	0.05
豪州	2.0	3.4	3.0	3.4	2.4	2.9	4.25	4.25	4.50
ニュージーランド(NZ)	1.9	3.3	3.5	4.2	1.9	2.3	2.50	2.50	3.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	7.5	6.6	7.4	5.9	4.4	4.5	6.11	5.59	6.20
中国	9.2	7.9	8.2	5.4	4.0	4.2	6.56	6.31	7.06
香港	5.0	2.6	4.5	5.3	3.5	4.3	0.33	0.30	0.28
インド	7.2	7.1	8.0	9.4	7.2	6.4	8.50	7.50	7.50
インドネシア	6.5	5.4	6.6	5.4	5.0	5.4	6.00	4.50	5.50
マレーシア	5.1	3.0	4.3	3.2	2.0	2.5	3.00	2.00	2.75
フィリピン	3.7	4.3	5.6	4.8	3.3	4.3	4.50	3.00	4.00
シンガポール	5.1	2.1	5.3	5.2	2.3	2.8	0.58	1.00	1.20
韓国	3.6	3.0	4.5	4.0	3.3	3.0	3.25	2.75	3.25
台湾	4.0	2.0	5.2	1.4	1.0	1.4	1.88	1.50	2.00
タイ	1.0	4.1	4.3	3.8	2.0	3.4	3.25	2.00	3.25
欧州先進国	1.4	-0.5	1.6	3.0	2.3	1.8	0.92	0.71	0.71
ユーロ圏	1.5	-0.7	1.5	2.7	2.2	1.7	1.00	0.75	0.75
オーストリア	3.2	0.6	2.7	3.6	1.7	1.6	1.00	0.75	0.75
フランス	1.6	-0.6	1.1	2.3	2.3	1.6	1.00	0.75	0.75
ドイツ	3.0	0.3	2.0	2.5	1.8	1.5	1.00	0.75	0.75
ギリシャ	-6.1	-4.5	-0.8	3.1	0.8	0.1	1.00	0.75	0.75
アイルランド	0.3	-2.4	0.9	1.2	1.2	0.8	1.00	0.75	0.75
イタリア	0.3	-1.7	1.4	2.9	3.0	1.8	1.00	0.75	0.75
オランダ	1.4	-0.5	1.9	2.5	1.9	1.9	1.00	0.75	0.75
ポルトガル	-1.5	-4.1	-2.6	3.6	2.8	1.2	1.00	0.75	0.75
スペイン	0.7	-1.5	1.0	3.1	1.7	1.1	1.00	0.75	0.75
英国	0.9	0.6	1.7	4.5	3.0	2.4	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	4.6	2.2	3.5	4.9	5.6	4.6	4.89	5.09	5.41
チェコ	1.9	0.5	1.8	1.9	4.7	1.7	0.75	0.75	1.50
ハンガリー	1.6	-0.8	1.4	3.9	5.3	3.1	7.00	6.50	6.00
イスラエル	4.4	2.8	3.0	3.5	2.7	3.3	2.75	2.75	3.25
ポーランド	4.1	2.8	3.9	4.3	4.1	2.9	4.50	5.00	4.00
ルーマニア	2.8	0.6	2.2	5.8	4.0	3.5	6.00	5.50	5.50
南アフリカ	3.1	2.3	3.6	5.0	5.9	5.6	5.50	5.50	7.00
トルコ	7.7	3.0	4.5	6.5	8.1	7.1	5.75	6.25	7.00

- (注) 1.合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国GDPの割合を基に算出(PPPベースの世界GDPの84%を占める)。上記の国・地域のうち、先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。それ以外の国・地域を新興国とする。その他新興国(EEMEA)は欧州新興国・中東・アフリカ。
- 2.ブ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、2011年平均の110ドル/バレルに対し、2012年110ドル/バレル、2013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. 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カ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、3カ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。
- 5.2012年2月13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、経済全般の業績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されています。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただきますお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。

野村証券からのお知らせ

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

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第 142 号

加入協会／日本証券業協会、社団法人 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。