

2012年度～2013年度の経済見通し

『日本経済：民需主導の安定成長軌道へ』

2012年度実質GDP成長率：+2.2%

2013年度実質GDP成長率：+1.7%

2012年5月22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

[2012年5月17日時点]

[2012年2月13日時点]

		11年度	12年度	13年度	11年度	12年度	13年度
		(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	0.0	2.2	1.7	-0.4	1.8	1.7
	＜内需寄与度＞	1.0	2.3	1.6	0.5	1.8	1.6
	＜民間内需＞	0.4	1.6	1.8	0.0	1.4	1.8
	＜公的内需＞	0.6	0.6	-0.2	0.5	0.4	-0.2
	＜外需寄与度＞	-1.0	-0.1	0.2	-0.9	0.0	0.1
	民間最終消費支出	1.1	1.6	1.4	0.6	1.2	1.4
	民間住宅投資	3.6	3.4	5.5	3.6	3.0	5.5
	民間企業設備投資	0.2	2.4	5.2	-0.2	3.4	5.0
	民間在庫品増減＜寄与度＞	-0.4	0.3	0.2	-0.4	0.2	0.2
	政府消費	1.9	1.3	1.3	1.9	1.0	1.3
	公的固定資本形成	3.9	8.8	-10.2	3.4	5.2	-10.5
	財貨・サービス輸出	-1.4	4.0	5.8	-1.6	3.4	5.5
	財貨・サービス輸入	5.3	5.2	5.6	5.0	4.2	5.6
	名目国内総支出	-1.9	1.7	1.9	-2.3	1.2	1.8
	GDPデフレーター	-1.9	-0.6	0.1	-1.9	-0.5	0.1
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-1.2	2.6	3.8	-2.3	3.7	3.6
	国内企業物価	1.8	0.7	0.9	1.7	0.1	0.6
	消費者物価	-0.1	0.2	0.3	-0.2	-0.1	0.1
	除く生鮮食品	0.0	0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.1
	完全失業率(%)	4.5	4.3	4.1	4.5	4.2	3.8
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-4.4	-6.4	-6.7	-4.6	-5.3	-5.8
	貿易収支(兆円)	-3.4	-5.3	-5.5	-3.6	-4.3	-4.6
	貿易・サービス収支(兆円)	-5.3	-6.7	-6.4	-5.3	-5.6	-5.5
	経常収支(兆円)	7.9	7.4	9.4	7.8	7.9	9.8

注: 別段の記載がない限り、前年(度)比%。-0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 野村證券作成

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 (79.0)	79.0 (81.0)	82.0 (84.0)
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 (97.0)	96.0 (101.0)	96.0 (94.0)

注: WTIは米国軽質原油。カッコ内は2月13日時点の前提

出所: 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 7-9	10-12	12年 1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	13年 1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	14年 1-3(予)
民間最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	301724.8 1.1 0.5	303827.6 0.7 0.8	307094.0 1.1 3.5	306479.8 -0.2 2.6	307246.0 0.3 1.8	308044.9 0.3 1.4	308568.5 0.2 0.5	309309.1 0.2 0.9	310268.0 0.3 1.0	311912.4 0.5 1.3	316372.7 1.4 2.5
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	13209.5 4.8 8.0	13217.7 0.1 3.2	13011.6 -1.6 -0.2	13219.8 1.6 4.9	13365.2 1.1 1.2	13525.6 1.2 2.3	13755.5 1.7 5.7	14044.4 2.1 6.2	14283.1 1.7 6.9	14411.7 0.9 6.6	14094.6 -2.2 2.5
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	63916.8 -0.2 -2.4	67212.1 5.2 4.9	64575.7 -3.9 0.3	65249.1 1.0 1.9	66070.4 1.3 3.4	66842.3 1.2 -0.6	67407.5 0.8 4.4	68144.8 1.1 4.4	68965.8 1.2 4.4	70077.9 1.6 4.8	72091.8 2.9 6.9
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-2239.6 0.3	-4019.5 -0.4	-2097.9 0.4	-1647.9 0.1	-1947.9 -0.1	-1247.9 0.1	-847.9 0.1	-647.9 0.0	-447.9 0.0	-47.9 0.1	-1347.9 -0.2
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	99679.8 0.3 1.8	100082.2 0.4 1.8	100763.8 0.7 2.1	100844.0 0.1 1.4	101234.0 0.4 1.6	101451.9 0.2 1.4	101807.0 0.4 1.0	102163.3 0.4 1.3	102469.8 0.3 1.2	102777.2 0.3 1.3	103034.2 0.3 1.2
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	21172.8 -0.6 0.1	21062.5 -0.5 0.4	22208.1 5.4 11.9	24806.4 11.7 16.4	23938.2 -3.5 13.1	23143.6 -3.3 9.9	22224.2 -4.0 0.1	21363.6 -3.9 -13.9	21412.2 0.2 -10.6	20968.5 -2.1 -9.4	20429.1 -2.6 -8.1
公的在庫投資 <前期比寄与度>	48.7 0.0	16.8 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0	-18.0 0.0
純輸出 <前期比寄与度> (前期比) (前年同期比)	14852.8 0.8 42.6 -13.7	11029.3 -0.7 -25.7 -34.1	12073.3 0.1 9.5 -24.9	11439.7 -0.1 -5.2 9.9	11616.0 0.0 1.5 -21.0	12036.4 0.1 3.6 9.0	12044.0 0.0 0.1 -0.4	12288.8 0.0 2.0 7.5	12543.6 0.0 2.1 7.9	12841.7 0.1 2.4 6.7	13017.2 0.0 1.4 8.1
輸出 (前期比) (前年同期比)	85040.1 8.7 1.2	81869.3 -3.7 -2.4	84282.5 2.9 0.8	84126.9 -0.2 7.5	85114.5 1.2 0.1	86294.4 1.4 5.4	87212.5 1.1 3.5	88446.9 1.4 5.1	89798.8 1.5 5.5	91270.2 1.6 5.8	93190.0 2.1 6.9
輸入 (前期比) (前年同期比)	70187.3 3.5 5.3	70840.0 0.9 5.8	72209.2 1.9 6.6	72687.2 0.7 7.2	73498.5 1.1 4.7	74258.0 1.0 4.8	75168.4 1.2 4.1	76158.0 1.3 4.8	77255.2 1.4 5.1	78428.4 1.5 5.6	80172.8 2.2 6.7
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	512010.0 1.9 7.6 -0.4	512147.6 0.0 0.1 -0.5	517272.9 1.0 4.1 2.7	519981.7 0.5 2.1 3.4	521120.0 0.2 0.9 1.8	523409.6 0.4 1.8 2.2	524579.2 0.2 0.9 1.4	526297.5 0.3 1.3 1.2	529144.2 0.5 2.2 1.5	532613.3 0.7 2.6 1.8	537394.0 0.9 3.6 2.4
GDPデフレーター (前年同期比)	92.0 -2.2	91.7 -1.9	91.8 -1.2	91.7 -0.7	91.5 -0.6	91.4 -0.4	91.5 -0.3	91.6 -0.1	91.6 0.1	91.5 0.1	91.8 0.3
鉱工業生産(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	93.7 5.4 -0.9	94.1 0.4 -1.6	95.2 1.2 4.7	95.4 0.2 7.3	94.7 -0.7 1.1	95.1 0.3 1.0	96.4 1.5 1.3	97.3 0.9 2.0	98.1 0.8 3.5	99.4 1.4 4.6	101.2 1.8 4.9
国内企業物価(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	105.5 -0.1 2.6	104.6 -0.9 1.4	104.8 0.2 0.5	105.3 0.4 -0.3	105.7 0.4 0.2	106.1 0.4 1.5	106.5 0.3 1.6	106.5 0.0 1.2	106.7 0.2 1.0	106.8 0.0 0.6	107.2 0.4 0.7
消費者物価指数(総合) (2010年=100) (前期比) (前年同期比)	99.7 0.0 0.1	99.6 -0.2 -0.3	100.1 0.6 0.3	100.1 0.0 0.4	99.8 -0.3 0.2	99.8 0.0 0.3	100.2 0.4 0.0	100.2 0.0 0.1	100.1 -0.1 0.2	100.1 0.0 0.3	100.6 0.6 0.5
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 0.2	99.6 -0.2 -0.2	99.9 0.3 0.1	100.0 0.1 0.1	99.9 -0.1 0.2	99.9 0.0 0.3	100.1 0.2 0.2	100.2 0.1 0.2	100.1 -0.1 0.2	100.2 0.1 0.3	100.6 0.3 0.4
完全失業率	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。
 2. 2012年1-3月期までは実績、それ以降は野村證券予測。
 3. 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)。
 4. -0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村證券作成

民需主導の安定成長軌道へ

- ▶ 2012 年 1-3 月期 GDP1 次速報値の発表を受け、当社は 2012 年度～2013 年度経済見通しを改定した。前回見直し改定時(2012 年 3 月 8 日)との比較では、2012 年度実質 GDP 成長率予測値を+0.2%上方修正して+2.2%(暦年も前回から+0.4%上方修正で+2.5%)、2013 年度については+1.7%で変わらず(暦年も+1.5%で変わらず)とした。公共投資の本格拡大、個人消費の予想外の堅調から、足元の国内景気は上振れている。主要国の中での日本経済の安定性が再び際立つ局面に至っている。
- ▶ 2012 年 1-3 月期の成長率は、年率+4.1%と高い成長率を記録した。復興関連の公共投資が急拡大したこと、エコカー購入補助金制度の復活で個人消費が上振れたことが主因である。公共投資はさらに加速が見込まれ、4-6 月期の成長率も年率+2.1%と高めの成長率が見込まれる。ただし、足元で欧州金融情勢悪化、それに伴う円高傾向など、外部環境の不透明感が強まっている。外部環境がさらに悪化する場合には、公共投資の減速、電力不足の影響などと相まって、7-9 月期の成長率が大きく下振れる可能性も考えられる。
- ▶ しかし、これが日本経済の失速につながる可能性は限られよう。アジア地域を中心に、海外経済は年後半にかけて回復傾向を徐々に強め、日本の輸出回復を支えよう。さらに輸出環境の改善が、企業の設備投資の回復を助けよう。復興関連の公共投資拡大が、民間投資の呼び水になる可能性、公共投資の拡大ペース鈍化が、建設労働者など資源の移転を通じて復興関連の民間建設を誘発する可能性も考えられる。震災後は、個人消費の予想外の堅調が際立ったが、今後は設備投資の上振れにより注目したい。
- ▶ 今国会で消費増税法案の可決は困難と見るが、総選挙後には同法案が可決される可能性を見込む。今回の見直し改定では、2014 年 4 月の消費税率 3%引上げを引き続き前提とした。これは駆け込み行動を通じて、2012 年度並びに 2013 年度の個人消費、住宅投資、設備投資を押し上げる。また、円高傾向や政府からの要請を受けて、日銀は年内に最大 2 回の追加緩和を実施することを経済見通しの前提とした。

(1) 注目は年後半の民間需要の回復力

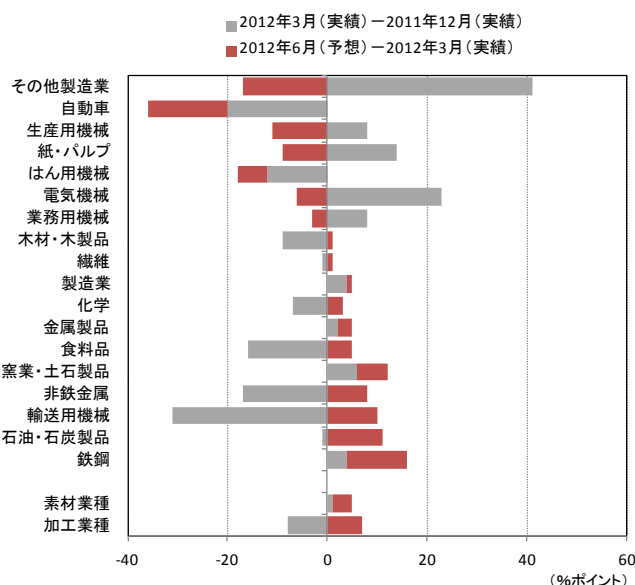
1-3 月期の実質 GDP は大幅に加速

2012 年 1-3 月期の実質 GDP（1 次速報）は前期比年率+4.1%（前期比+1.0%）と、10-12 月期の同+0.1%（同+0.0%）から大幅に加速した。日本経済は、海外景気の減速、円高に加えタイで発生した洪水の悪影響もあり、昨年夏場以降減速を続けてきたが、外部環境の好転に加え、政府復興対策の顕在化より持ち直したかたちである。需要項目別に見るとエコカー補助金制度復活の恩恵もあり家計消費は前期比+1.1%と大幅に上昇、公的固定資本形成（公共投資）は同+5.4%と 3 四半期振りに上昇した。洪水被害の影響が剥落した輸出は同+2.9%と反発したことから、外需寄与度も同+0.1%ポイントと前期の同-0.7%ポイントから改善した。一方で、民間設備投資は同-3.9%と予想以上に落ち込んだ。

年前半は復興需要本格化を主因に内需主導の回復継続

日本経済は 1-3 月期に続き、4-6 月期も前期比年率+2.0%近い高成長を達成する見通しである。回復継続の主因は、復興関連を中心とした公共投資の更なる拡大である。公共投資は 1-3 月期の前期比+5.4%に続いて、4-6 月期も同+11.7%の高成長を続けると予測する。

図表 1: 業況判断の変化幅（大企業・製造業）



注: 素材業種: 繊維、木材・木製品、紙・パルプ、化学、石油・石炭製品、窯業・土石製品、鉄鋼、非鉄金属。加工業種: 食品、はん用機械、生産用機械、業務用機械、電気機械、輸送用機械、自動車、その他製造業。
出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 2: 在庫率の業種別内訳

	平均 (03年以降) ①	直近 (12年3月) ②	乖離率(%) 対平均比 ②/①
鉱工業	106.0	115.5	9.0
鉄鋼	103.4	107.0	3.5
非鉄金属	103.2	107.1	3.8
金属	102.0	112.0	9.8
一般機械	117.9	106.7	-9.5
電気機械	100.4	117.7	17.2
情報通信機械	100.1	151.1	50.9
電子部品・デバイス	127.5	215.8	69.3
輸送機械	98.8	95.2	-3.6
乗用車・バス・トラック	95.2	92.4	-3.0
精密機械	114.4	123.2	7.7
化学(除く医薬品)	103.1	111.5	8.2
繊維	104.0	105.9	1.8
その他	108.9	112.9	3.6

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

当面の間は、復興需要に加え、その波及効果が生産を押し上げることが期待できる。直近（3 月調査）の日銀短観をみると、円高懸念の残存もあり企業の業況判断は軒並み慎重な結果となった（図表 1）。ただし、公共投資等の復興需要の恩恵を受け易い「鉄鋼」、「窯業・土石製品」、「金属製品」では現状、先行き判断ともに改善したうえ、「建設業」は 5 四半期連続で景況感が改善するなど、復興需要の恩恵が生産活動へと及んでいる様子がうかがわれる。

業種別の状況を確認すると、一部の業種を除いて在庫調整が進展し、需要回復が生産増加につながり易い状況にあることが分かる。直近（3月）の在庫率（在庫/出荷）水準を2003年以降の平均値と比較すると、電子部品・デバイス、情報通信機械、電気機械を除き、復興需要の恩恵を受け易い素材系業種を中心に乖離率は軒並み1桁台まで縮小していることが分かる（図表2）。また、輸送機械（および自動車）、一般機械は小幅ながら長期平均を下回っている。このことから、復興需要並びにその波及効果を含めた需要の改善が、生産の増加へとつながる素地が整っているとの見方ができよう。

リスクは夏場の電力不足と海外要因

日本経済は1-3月期に続いて4-6月期も高成長を達成し、先進国内でも際立った安定感を示すことが予想される。日本経済を巡るリスク要因としては、国内要因では夏場の電力不足、消費増税論議を巡る政治情勢の混乱や家計マインドの悪化が挙げられる。海外要因ではギリシャを発端とした欧州問題再燃による金融市場の混乱と世界景気の減速、中国を筆頭としたアジア景気回復の遅れ、円高の再燃等が挙げられる。

節電の生産に対する影響は年間-0.4%程度と試算

夏場の電力不足問題に関しては、今夏も回避することは困難な情勢である。既に54基の原発はすべて停止、再稼働に向けた具体的な目処は立っていない。現在、政府は専門家からなる需給検証委員会の報告を踏まえ、夏場の電力需給対策の検討を行っている。5月14時点の電力供給見通しを見ると、昨夏とは一転して原発依存度の高い関西電力、九州電力を要する西日本で電力不足が深刻化する見込みである（図表3）。

図表3: 政府の2012年夏の電力需給見通しと節電目標案

	需要想定①			需要想定②			政府節電目標案	備考
	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 (%)		
全国	17,076	17,032	-0.3	17,006	17,032	0.2	—	早朝（7～9時）、夜間（20～25時）についても使用電力抑制を要請。
東日本	7,454	7,731	3.7	7,436	7,731	4.0	—	
北海道電力	500	485	-3.0	494	485	-1.8	7%	節電期間は7月23日～9月14日まで。計画停電も準備
東北電力	1,434	1,475	2.9	1,422	1,475	3.7	—	数値目標設定せず。節電期間は原則7月2日～9月28日まで。
東京電力	5,520	5,711	3.5	—	5,711	—	—	数値目標設定せず。節電期間は原則7月2日～9月28日まで。
西日本	9,622	9,301	-3.3	9,570	9,301	-2.8	—	
中部電力	2,648	2,785	5.2	—	2,785	—	5%	節電期間は原則7月2日～9月7日まで。
関西電力	3,015	2,542	-15.7	2,987	2,542	-14.9	15%	計画停電も準備。
北陸電力	558	578	3.6	—	578	—	5%	節電期間は原則7月2日～9月7日まで。
中国電力	1,182	1,235	4.5	—	1,235	—	5%	節電期間は原則7月2日～9月7日まで。
四国電力	585	587	0.3	585	587	0.3	5%以上	節電目標7%以上も検討。計画停電も準備。
九州電力	1,634	1,574	-3.7	1,610	1,574	-2.2	10%	計画停電も準備。

注: 1. 需要想定①: 2010年並みの猛暑を想定。経済影響等、定着節電、その他の影響を加味。需要想定②: 需要想定①に随時調整契約の実効率等を加味。

2. 第7回エネルギー・環境会議(2012年5月14日)時点。

出所: 国家戦略室資料より野村證券作成

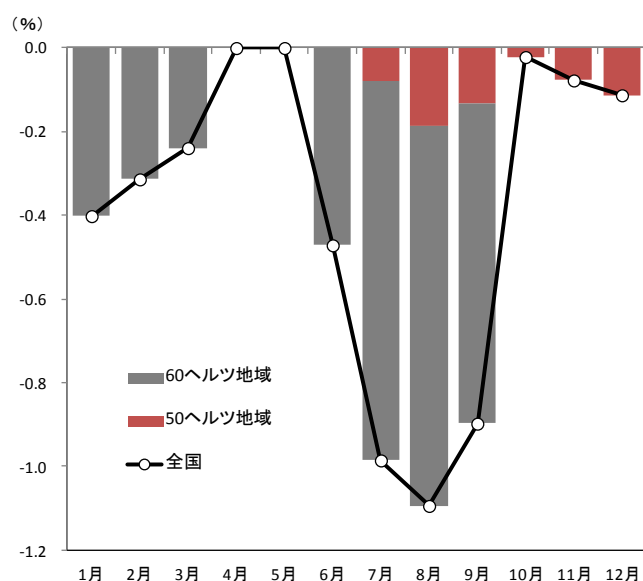
このため政府は、予備率が3%を割り込む関西電力、九州電力、北海道電力、四国電力の管内に対して、使用制限令の適用こそ見送るものの、数値目標を伴う節電を要請する意向だ。また、被災地への配慮から東京及び東北電力管内に関しては数値目標の適用を見送るものの、それ以外の電力会社管内にも2010年比で5%の節電を要請する。

昨年と比べ今夏の対策案において注目されるのは、①揚水発電の放電時間を短縮するため、早朝（7～9時）、夜間（20～25時）においても電力使用の抑制を要請する点、②発電設備の故障などに備え、関西、九州、北海道、四国の

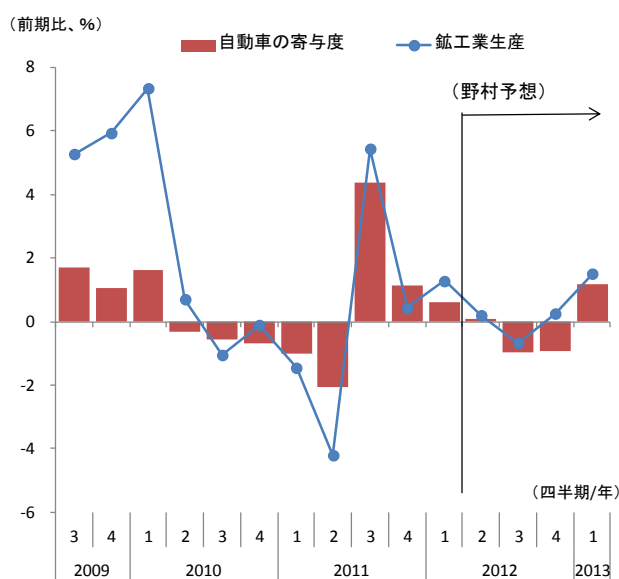
各電力会社管内において計画停電の準備を検討する、とした点である。昨夏にはピークカット（使用最大電力の抑制）の埋め合わせとして、夜間、早朝の操業で対応し、節電による影響を緩和することが可能であったが、今夏はそのような対応が難しくなったと言える。また、仮に計画停電が実施された場合、その影響は節電と比較して甚大なものになるリスクがある。震災直後には、東京電力管内で短期間ながら計画停電が実施されたことは未だ記憶に新しい。当時明らかとなったのは、仮に1日3時間程度の停電であっても、業種によっては生産再開までに丸1日から1週間程度要するものがあることだ。

現時点で明らかになっている政府の節電目標に基づいて、節電による生産への影響を試算したものが図表4である。ここでは7月、8月に関しては政府の節電目標を使用し、9月に関しては予備率が3%以下となった場合、3%を確保するために必要な分だけ節電が行われると仮定した（それ以外は政府の需要想定①に準拠。図表3注参照）。

図表 4: 電力不足による生産への影響試算（2012 年）



図表 5: 生産動向に対する自動車の影響



注：1. 沖縄電力を除く9電力ベース。

2. 50ヘルツ地域：北海道、東北、東京電力。60ヘルツ：中部、北陸、関西、中国、四国、九州電力。

3. 原発は全て再稼働できないことを想定。

4. 最大電力は2012年1月、2月、7月、8月は政府想定値、それ以外は過去5年間の平均。

5. 節電目標が設定されていない場合は予備率が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実施されると想定。

6. 電力不足がなかった場合との比較であり、我々の見通しではない。

出所：野村証券作成

出所：経済産業省資料より野村証券

我々の試算に基づけば、今夏の節電による生産抑制効果（節電がなかった場合との比較）は、7月・8月ともに-1.0%程度となった。年初に実施された節電の影響を含め、夏場の生産抑制分を挽回する増産が行われないと仮定すると、2012年々間の生産抑制効果は-0.4%程度との結果になる（政府は景気の影響として2012年度は2010年度比で鉱工業生産が3.2%増加すると見込まれる結果、電力需要は296万kW増えると試算している。この数値を用いて節電効果を試算しても、結論はほとんど変わらない）。

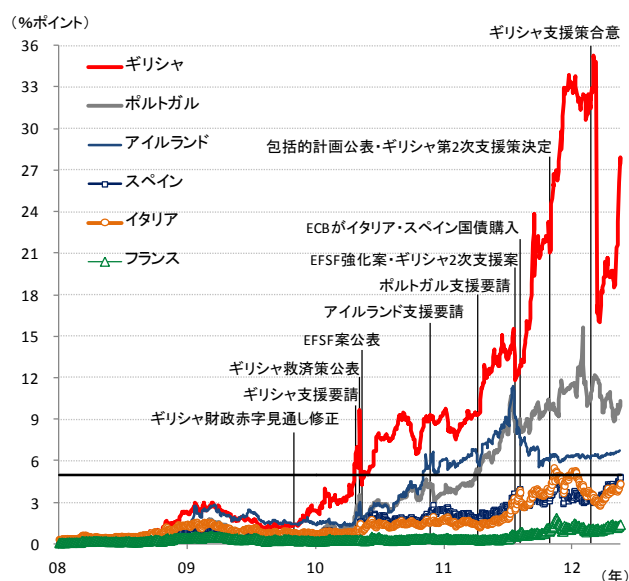
従来指摘してきたように、電力不足による節電単独の生産に対する影響だけに着目すれば、その悪影響は限定的である。リスクとしては、政府の復興対策による押し上げ寄与と、自動車産業による挽回生産効果が剥落するとみられるタイミングで生産抑制効果が発揮される点だろう（図表5）。7-9月期の実質GDP成長率は年前半の高成長から一転し、大幅に鈍化する可能性が高い。

不透明感増す欧州情勢

根強い円高傾向と原油高が落ち着きを見せる中で、海外発のリスクとしてにわかに台頭しているのが、ギリシャ情勢を巡る不透明感である（図表6）。総選挙における急進左派連合の躍進、連立交渉の決裂を受け、市場では「ギリシャのユーロ圏離脱論」が急速に意識され始めている。経済面だけを見れば、日本の対EU向け輸出は1割強であり、欧州景気失速の直接的な効果は限定的である。ただし、中国を筆頭に欧州向け輸出シェアの高いアジア景気が大きく悪影響を受ける、および再度金融危機に波及する事態となれば日本経済にとっても大きな下振れ要因となろう。

足元では米中景気の行方も無視できない状況である（図表7）。米国景気に先行き減速懸念が台頭しているうえ、中国景気にも未だ加速感が見受けられない。我々は米国景気の堅調推移と中国景気の増勢回復を予想しているが、両国がもたつくようだと、年半ば以降、想定以上に景気が減速する可能性がある。

図表6: 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7: 米中合成在庫率指数と実質輸出



注：1. 米国在庫率指数はISM在庫指数と生産指数の比率。
2. 中国の在庫率指数はPMI在庫指数と生産指数の比率。
3. 両者を各年の輸出ウエイトで合成。
4. 日本の実質輸出は日本銀行による公表値。5. 実質輸出は3カ月後方移動平均値。
出所：各種資料より野村證券作成

(2) 実質輸出は4-6月期にかけて減速する可能性

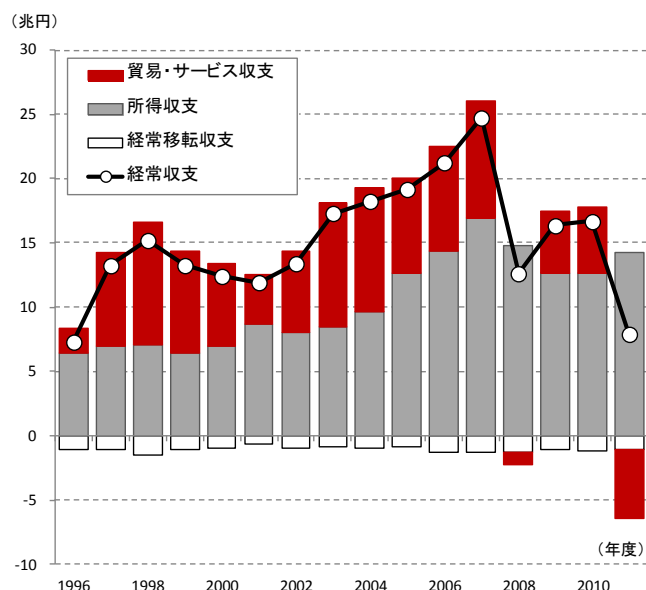
貿易収支の赤字基調には変化なし

2011年度の経常収支は7.9兆円の黒字となった。前年度の16.7兆円からほぼ半減した形だが、その主因は貿易収支が赤字に転じたことである（図表8）。前回の経済見通し等でも紹介した通り、2011年度の貿易収支が赤字化した最大の要因は原油・エネルギー価格の高止まりである。5月に入り世界景気の減速懸念などを背景に原油価格はやや低下したもの、依然として価格水準は過去最高値圏にある。足元の貿易統計も年率6兆円程度のペースで赤字基調が継続しており、貿易収支の黒字基調回復は見通せない状況が続いている。

所得収支の黒字は、直接投資先の収益増がドライバーに

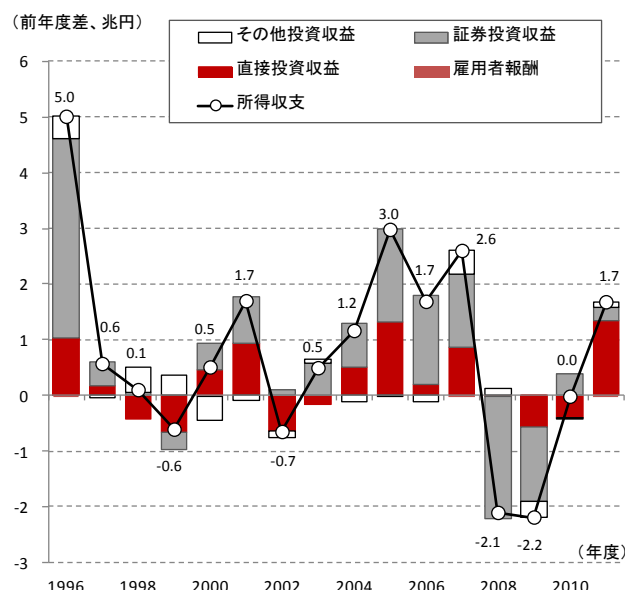
経常収支の黒字を支える所得収支は、2011年度に14.3兆円に増加した（前年度差+1.7兆円）。前年度からの増加分のうち、実に約8割に相当する1.3兆円が直接投資先からの収益の増加に由来しており、海外直接投資の成果が資金流入増として作用したかたちである（図表9）。「世界的な利回り低下の中で、証券投資収益を中心とした所得収支も減少に転じるのではないかと」の懸念もあったが、少なくとも足元までは証券投資収益の軟調を直接投資収益の増加でカバーできている状態である。

図表 8: 経常収支とその内訳の推移



出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 9: 所得収支・前年度差の要因分解



出所: 日本銀行資料より野村證券作成

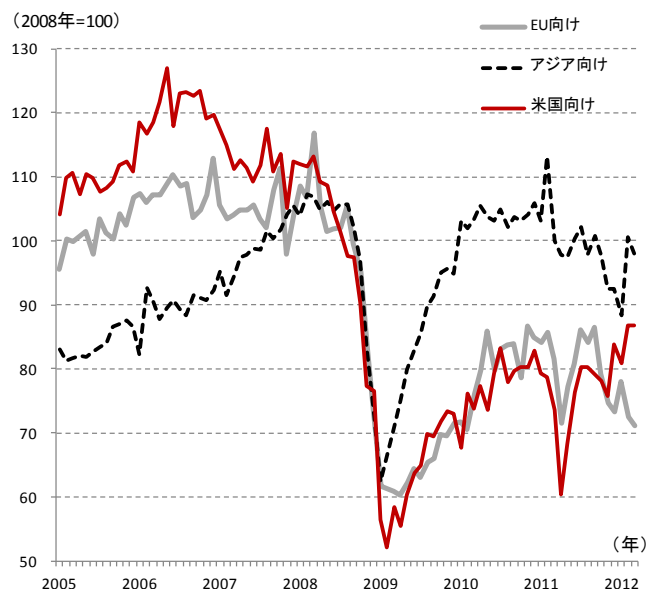
1-3 月期の輸出は昨年末からリバウンド

実質ベースでみた貿易動向は、1-3 月期に顕著に改善した。特に改善が顕著だったのは実質輸出である。2012 年 1-3 月期の実質輸出は前期比+2.9%と高い伸びを達成している。この背景には、①景気回復がみられた米国への輸出が増加したこと（図表 10）、②アジアの旧正月による追い風があったこと、③タイで発生した洪水の影響が剥落したこと、④閏年のため営業日が一日多かったことなどがあるとみられる。なお、1-3 月期は実質輸入も前期比+1.9%と高めの伸びを記録したため、実質 GDP に対する外需寄与度は前期比年率+0.1%ポイントに止まった。

ただし、4-6 月期には減速が見込まれる

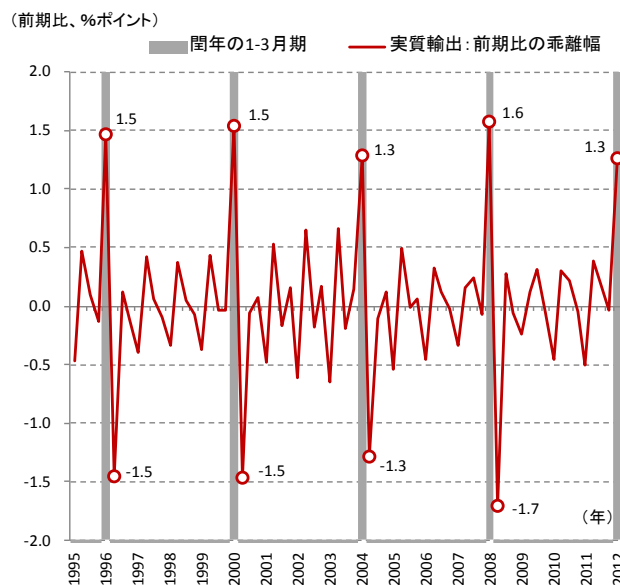
問題は、実質輸出改善の動きが、今後も継続するか否かである。残念ながら、4-6 月期にかけて実質輸出は減速する可能性が高い。②、③による押し上げ効果はいずれも一時的なものであり、翌期以降の輸出を加速させる要因にはならない。また、④に挙げた閏年の輸出押し上げ効果は、その反動として 4-6 月期の実質輸出押し下げ方向に働く。我々の試算によれば、その押し「下げ」効果は前期比-1.0%ポイント程度と比較的大きい(図表 11)。

図表 10: 地域別・輸出数量指数の推移



注: 季節調整は野村證券による。
出所: 財務省資料より野村證券作成

図表 11: 閏年が実質輸出(前期比)に与える影響



注: 実質輸出(原系列)に対し、X11のみで季節調整を掛けた系列と、閏年要因を除去するオプション(lpyear エフェクト)を用いて季節調整を掛けた系列を作成。両者の前期比の乖離幅を示している。
出所: 内閣府資料より野村證券作成

海外景気に減速の動き、輸出の回復ペースは緩やかに止まる可能性も

更に、①に挙げた米国は、1-3 月期に明瞭だった回復の動きにやや減速感が出ている。中国や欧州も景気に減速の動きが見え始めており、目先で日本の輸出が加速するとの見方を取るのには難しい。実際、実質輸出に連動する傾向がある日本版製造業 PMI・輸出受注指数も、分水嶺である 50 ポイント付近で伸び悩んでいる。

ただし、中国は財政政策・金融政策の余地が残されている。既に政府は緩和政策に舵を切りつつあり、年後半には内需主導の景気持ち直しがみられると我々は予想している。米国についても、年後半の大統領選が景気のかく乱要因となる可能性は否定できないが、我々の想定では大幅な景気減速に陥る可能性は低い。4-6 月期こそ日本の輸出は減少に転じるものの、年後半にかけて増加に転じることが予想される。

(3) 設備投資は回復基調の継続を予想する

設備投資は回復基調継続との見方を維持

設備投資は 1-3 月期こそ前期比-3.9%と減少に転じたが、我々は先行きについて比較的楽観的な見方を維持している。リーマンショック後の回復局面・東日本大震災後の「V字」回復局面の両方で、GDP ベースの設備投資は弱い動きが目立ってきた。過去最高値を何度も更新した円高と、それに伴う企業の海外進出加速への懸念、人口減少問題への注目度の上昇などを背景に、国内設備投資に対する悲観的な見方も広まりを見せたように思われる。しかし、種々の経済統計を見る限り、設備投資がそうした状況にあることは必ずしも示唆されていない。

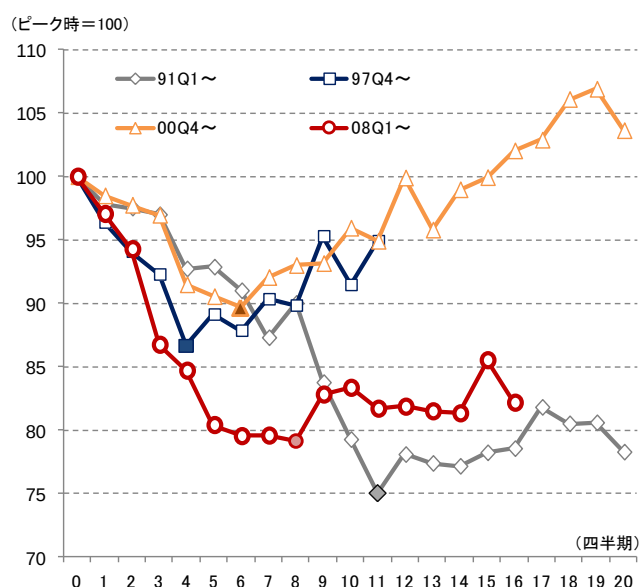
金融危機後の設備投資の落ち込みは「異常に長引いている」わけではない

実際、リーマンショック後の設備投資の落ち込み期間は、設備投資額の落ち込み具合を勘案すれば、過去と比べ異様に長いわけではない。設備投資がピークを付けた後、ボトムに至るまでの期間を局面ごとに比較したのが図表 12 である。確かに 1997 年や 2000 年のケースと比較すれば、今回はボトムまでの期間が長いものの、設備投資の落ち込み方の大きさを考慮すれば、特異というほど長期に亘って落ち込んでいるとは言いがたい。

統計の技術的な問題が設備投資を弱く見せていた可能性も

また、東日本大震災後の設備投資が軟調だった点は、基礎統計の計上方法による技術的な問題が影響した可能性が高い。GDP の設備投資は、需要側と供給側の二つの推計値を合成して算出されるが、このうち需要側推計値は、東日本大震災の後に大きく落ち込んだ（図表 13）。これは、需要側推計値の算出に用いられる法人企業統計において、震災で毀損した企業設備額分を、復旧のための設備投資から控除したことが影響しているものとみられる。仮に供給側推計値の動きが「真の」設備投資の動きに近かったとすれば、2011 年以降の設備投資に目立った落ち込みは存在せず、2009 年後半近辺のボトムから緩やかな回復基調が継続していたことになる。

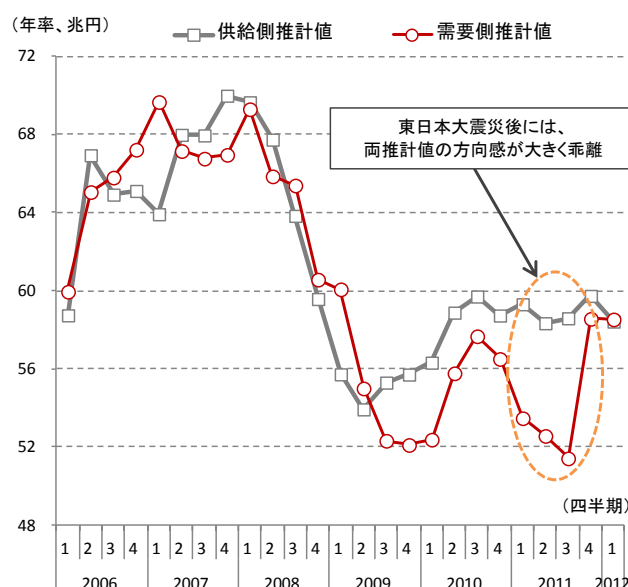
図表 12: 局面ごとに見た設備投資の推移



注: 下落直前のピークを 100 として指数化。塗り潰しはボトム。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 13: 需要側・供給側推計値(実質)の方向感に乖離



注: 実質化は設備投資デフレータの公表値を使用している。

出所: 各種資料より野村證券作成

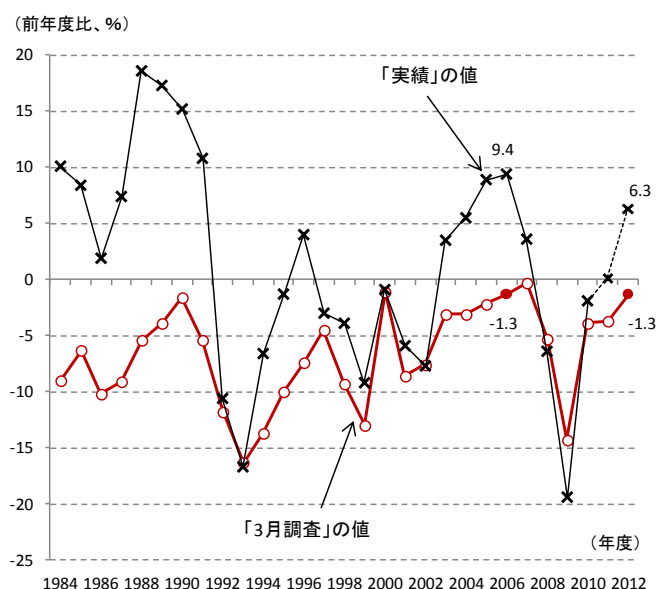
2012 年度の設備投資計画は強気のスタート

上記の見方は、日銀短観（3月調査）の設備投資計画からも支持された。当調査では、全産業・全規模の2012年度設備投資計画（土地を含み、ソフトウェア除く）が前年度比-1.3%と示されており、1984年度以降では過去3番目に「良い」スタートを切っている（図表14）。設備投資計画に認められる計画の修正パターンを基に、「実績」段階の計数を試算すると、2012年度の設備投資は前年度比+6.3%まで上方修正される見込みである（修正パターンの算出には1980年度以降のデータを使用した）。

製造業・非製造業を問わず、設備投資の回復は業種の広まりを伴おう

2012年度の設備投資計画で特徴的なのは、各業種の設備投資計画が比較的狭い範囲に集中している点だ（図表15）。我々の試算によれば、2012年度は5年ぶりに非製造業も設備投資を増加させる見通しであり、多くの業種が「横並び」の状態設備投資を増加させることが見込まれる。金融危機や東日本大震災から時間を経たこと、1-3月期にかけて急激な円高に歯止めが掛かったことなどが、先送りされてきた設備投資需要を喚起、更新需要も相俟って広範な設備投資の回復を生むものと推察される。

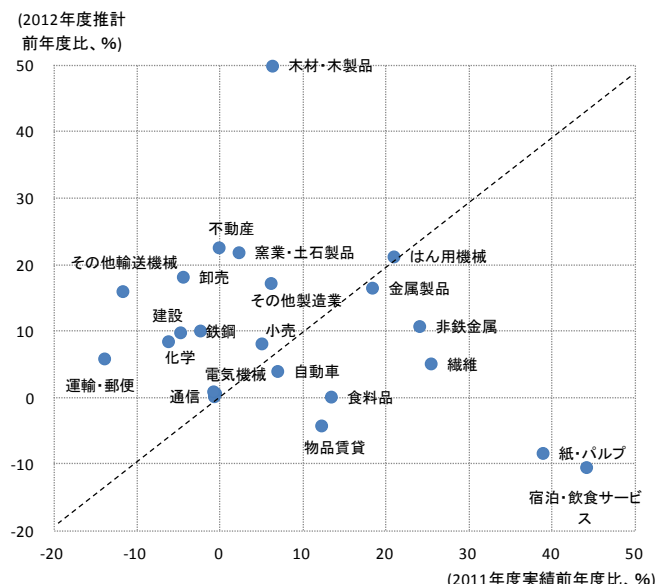
図表 14: 日銀短観・設備投資計画 (3月調査/実績の値)



注: 全規模・全産業。11、12年度の「実績」は過去の設備投資修正パターンに従って作成した野村證券の試算値。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 15: 2012 年度の業種別・設備投資動向 (試算値)



注: 全規模。図表 14 と同様の試算により導いた「実績」の試算値。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

現時点での設備投資の基本観は「緩やかな回復基調が続く」

ただし、ここまで挙げてきた材料は、設備投資の「力強い成長」を確信させるものとはまでは言えない。震災の復興需要が設備投資を押し上げる可能性もあるが、日銀短観の設備投資計画から見る限り、2012年度の設備投資計画が著しい伸びを示したのは窯業・土石や木材・木製品製造業などの一部業種に止まる。こうした業種の設備投資に使用される資本財が復興需要の恩恵を受ける可能性は十分にあるものの（図表16）、復興需要が設備投資全体を力強く牽引するとの見方は行き過ぎであろう。2012年度を通した我々の設備投資に対する基本観も、「緩やかな回復基調が続く」という程度のものである。

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。

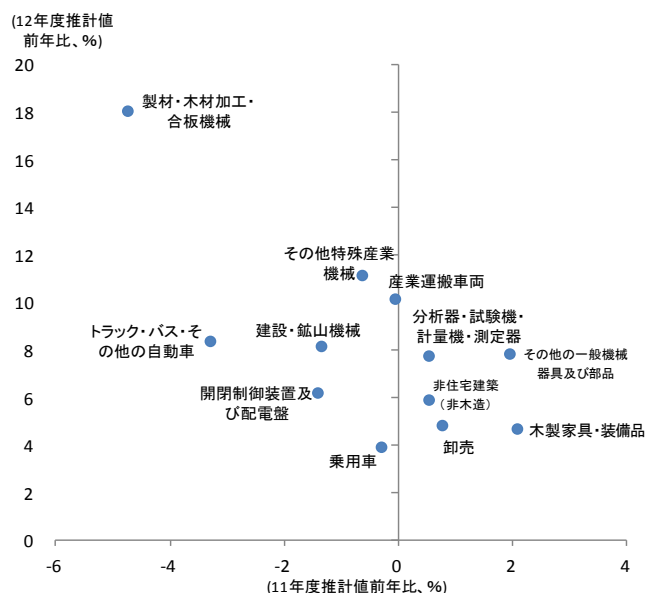
本格回復の一つのキは輸出の成長

その意味で、今後注目されるのは「設備投資が本格回復に向かう条件は何か？」という点だろう。直近で設備投資が高成長を遂げたのは、アジア向け輸出の拡大著しい「いざなぎ越え（2002年－2008年）」の時期であった。図表17では、「いざなぎ越え」において、各業種の設備投資が輸出と歩調を合わせて拡大した様子が示されている。足元まで個人消費や公共投資を中心に内需が堅調であるが、これらは政策効果によって押し上げられている側面も大きい。持続的な設備投資の拡大を想定するうえでは、やはり成長著しい海外需要を取り込む輸出の動向が重要となろう。

グローバルな貿易構造、経済成長の様相の変化を検討する必要

ただし、世界経済の様相は金融危機以前から大きく変化しており、単純にこのメカニズムを今後の設備投資に期待できるとは限らない。円高による日本の輸出産業の競争力低下や、海外直接投資の増加による貿易構造の変化、アジアを中心とした新興国の著しい成長などの要素を勘案しながら、この点については更なる検討が必要だろう。

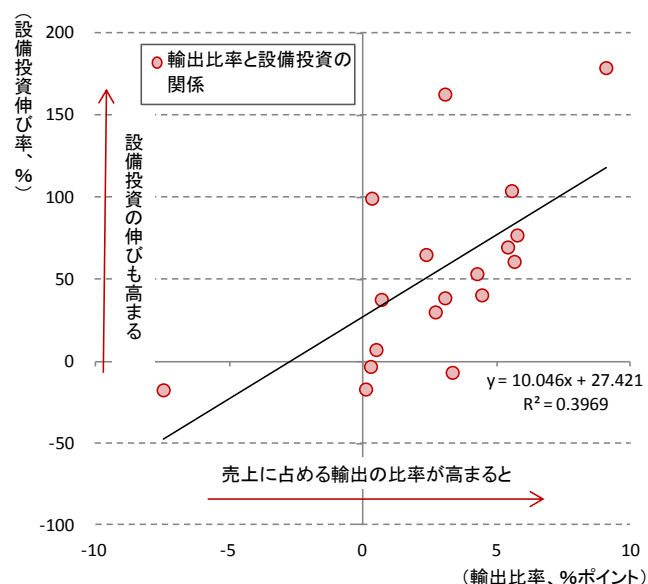
図表 16: 復興需要の恩恵を被るとみられる資本財



注: 窯業・土石製品製造業、建設業、木材・木製品製造業において共通して推計需要額が大きい品目を抽出した。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 17: 各業種の設備投資と輸出比率（02-07 年度）



注: 02 年度から 07 年度にかけ、各業種別に売上高に占める輸出額の割合の変化幅と、設備投資の伸び率を算出した。非製造業については、輸出額のデータが存在した卸売業のみ表示している。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

(4) 堅調な伸びが続く個人消費

1-3 月期個人消費好調の背景は閏年と自動車向け支出の急増

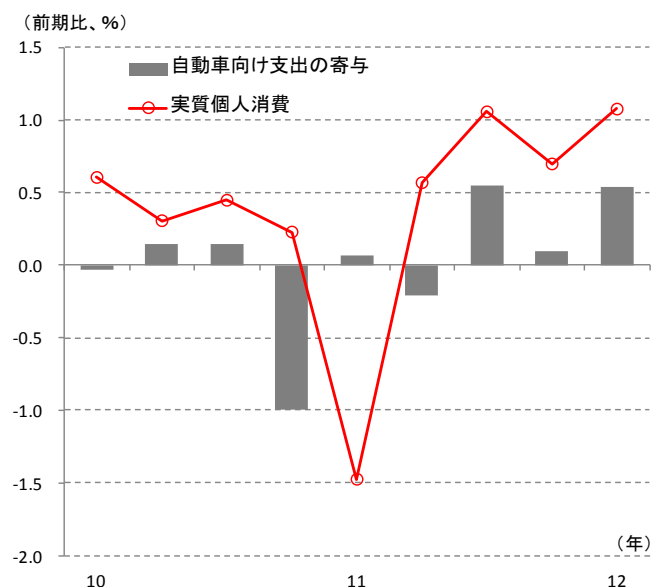
1-3 月期の実質民間最終消費支出は前期比+1.1%と高い伸びを記録した。個人消費が好調であった背景には、今年が4年に一度の閏年であり2月が1日多かったことに加え、エコカー補助金制度の復活により自動車向け支出が大幅に増加したことなどがあると考えられる（図表18）。もっとも、自動車向け支出の急増には、1月のエコカー補助金実施の確定まで前年末分の支出が先送りされていた面もあり、今後も継続的に個人消費を大きく押し上げることは見込

みにくい。自動車向け支出の個人消費への寄与度を年度に均すと、2012年度はほぼゼロとなる見込みである（図表19）。

テレビ向け支出減少の個人消費への影響は限定的

一方、地上デジタル放送移行終了後のテレビ向け支出の激減による、個人消費への悪影響が懸念されていたが、テレビ支出は2011年後半には個人消費の押し下げに回ったものの、2012年1-3月期は前期比ほぼ横這いとなり、前期比での押し下げ寄与は殆どなかったとみられる。年度に均すと、2012年度は個人消費を前年比-0.3%ポイント程度押し下げる可能性がある（図表19）。ただし、2011年後半にテレビ支出激減の中でも個人消費が全体としてプラスの伸びを保ったことにも示されるように、テレビ支出減少分がその他の消費支出に向けられる代替効果が存在するため、テレビ支出の減少が個人消費の腰折れにつながる可能性は小さいだろう。

図表 18: 自動車向け支出の実質個人消費への寄与



注: 自動車向け支出の実質個人消費への寄与度は、自動車販売台数を基にした野村證券による試算。

出所: 内閣府、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料より野村證券作成

図表 19: 自動車及びテレビ向け支出の実質個人消費に対する寄与度

	(%ポイント)		
	2010年度	2011年度	2012年度
自動車寄与度	-0.18	0.06	0.05
テレビ寄与度	0.51	-0.30	-0.25
計	0.33	-0.24	-0.20

注: 乗用車販売台数及びテレビ国内出荷実績などより、自動車及びテレビへの消費が実質民間最終消費支出に与える影響を試算したもの。

2012年度の自動車販売台数は一般社団法人日本自動車工業会の需要予測を利用、テレビ販売はアナログテレビの残存数などから野村證券が推定。

出所: 内閣府、社団法人電子情報技術産業協会、一般社団法人日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料等より野村證券作成

個人消費好調の背景は、震災後の堅調な雇用情勢

1-3月期には閏年、自動車向け支出の急増といった一時的な要因があったものの、それらの要因を除いても、個人消費は概ね堅調であったと言える。震災後も堅調な雇用情勢がその背景にあると考えられ、1-3月期ほどの大幅な伸びは継続しないとしても、個人消費の増勢は今後も緩やかながら続くと予想している。

子ども手当の縮小、所得税等の臨時の復興増税、厚生年金保険料の引き上げ、年金給付額の引き下げなど、政府の家計部門向け政策は家計所得を減少させる方向に働くものが多いが、いずれも家計所得への影響は小さく、雇用環境の好転による雇用者報酬の増加がそれらの減少分を上回る可能性が高い。実質可処分所得は、2012年度が前年比+1.2%、2013年度が同+0.9%と堅調な伸びが続く見通しである（図表20）。

実質家計消費支出は、2012年度は震災からの復興需要の継続や震災後の消費の先送りなどから、2013年度は消費税引き上げ前の駆け込み需要から（2014年4月に3%ポイントの消費税率引き上げを前提）、実質可処分所得の伸びを上回り、それぞれ前年比+1.6%、1.4%となると予想している。

その結果、家計貯蓄率は低下傾向を辿り、2012年度は1.7%、2013年度は1.2%となると見込まれる。

図表 20: 家計可処分所得の推計

		兆円(前年比%)									
年度		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	(推)2011	(予)2012	(予)2013
受取	賃金・俸給	214.5 (-0.2)	217.5 (1.4)	217.7 (0.1)	217.3 (-0.2)	216.6 (-0.3)	205.9 (-4.9)	206.2 (0.1)	206.3 (0.1)	208.5 (1.1)	210.8 (1.1)
	社会給付	70.2 (2.3)	69.7 (-0.8)	71.5 (2.6)	73.2 (2.4)	74.2 (1.4)	79.1 (6.7)	80.5 (1.7)	81.8 (1.7)	83.7 (2.3)	85.0 (1.6)
	その他	78.0 (-5.6)	81.0 (4.0)	84.9 (4.7)	84.9 (0.1)	80.2 (-5.6)	79.7 (-0.6)	76.4 (-4.2)	76.1 (-0.3)	75.0 (-1.5)	74.4 (-0.8)
支払い	税負担	24.0 (3.8)	25.1 (4.7)	26.4 (5.2)	28.6 (8.3)	27.8 (-2.9)	25.4 (-8.6)	24.6 (-3.1)	25.3 (2.6)	25.8 (1.9)	26.1 (1.4)
	社会負担	28.3 (0.2)	29.0 (2.8)	29.9 (3.1)	30.3 (1.2)	30.6 (0.9)	29.7 (-2.9)	30.6 (3.2)	31.3 (2.1)	32.0 (2.4)	32.7 (2.2)
	その他	22.2 (-12.4)	24.4 (9.9)	25.7 (5.0)	25.6 (-0.2)	24.2 (-5.6)	21.6 (-10.6)	21.0 (-2.6)	22.0 (4.4)	21.9 (-0.6)	21.8 (-0.1)
名目可処分所得		288.3 (-0.4)	289.6 (0.5)	292.1 (0.8)	291.0 (-0.4)	288.4 (-0.9)	288.1 (-0.1)	286.8 (-0.5)	285.8 (-0.3)	287.6 (0.6)	289.5 (0.7)
実質可処分所得		286.9 (0.3)	289.9 (1.0)	293.8 (1.3)	293.8 (-0.0)	291.9 (-0.6)	299.1 (2.5)	302.3 (1.1)	304.0 (0.6)	307.5 (1.2)	310.3 (0.9)
名目家計消費支出		282.8 (0.1)	286.6 (1.3)	287.4 (0.3)	289.0 (0.5)	282.5 (-2.2)	278.4 (-1.4)	278.0 (-0.1)	278.5 (0.2)	281.4 (1.0)	284.8 (1.2)
実質家計消費支出		281.5 (0.8)	286.7 (1.9)	289.1 (0.8)	291.7 (0.9)	285.8 (-2.0)	289.0 (1.1)	293.2 (1.4)	296.3 (1.1)	301.0 (1.6)	305.3 (1.4)
貯蓄率(%)		1.7	0.9	1.5	0.3	1.5	2.6	2.6	2.1	1.7	1.2

注: 2010年度まで実績。2011年度以降は野村證券による推定・予測。

出所: 内閣府、総務省資料より野村證券作成

(5) 企業収益の改善を背景に雇用・所得は堅調に推移

2012年1-3月期の雇用情勢は総じて堅調

2012年1-3月期は雇用者数（前期比+0.4%増加）、労働参加率（同+0.4%ポイント上昇、59.2%）ともに改善した。労働需給を示す指標を見ると、有効求人倍率は前期差+0.06pt 上昇（0.75倍）、新規求人倍率は同+0.07pt 上昇（0.97倍）と、その増勢は衰えていない。また、賃金も緩やかながら改善した。2012年1-3月期の総賃金は前年同期比+0.2%と4四半期振りに増加に転じた。内訳を見ると、所定内給与、所定外給与ともに前年比寄与度は+0.2%ポイントと押上げに寄与した。また、総賃金を一人当たり現金給与総額と雇用者数に分解した場合、それぞれ同+0.1%ポイントずつ押し上げていることから、雇用回復に加えて一人当たり賃金も改善したことが分かる。

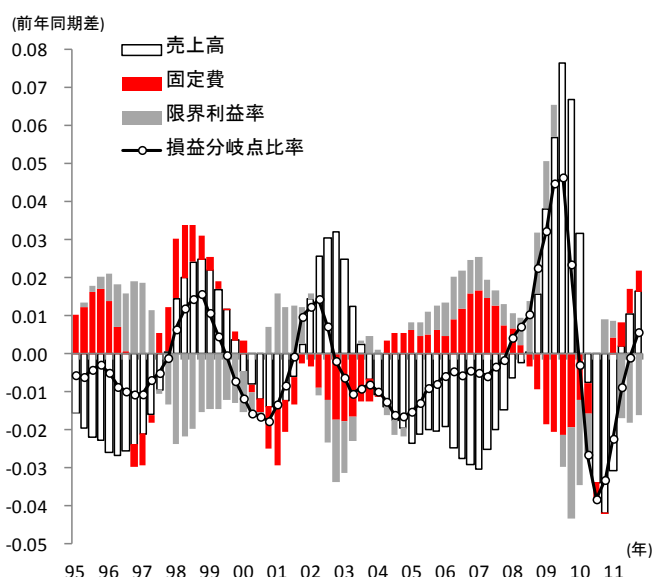
収益性の改善を背景に雇用環境は良好

雇用・所得環境の改善は経済全体には望ましい一方で、企業にとっては人件費の増加という形で負担となる。企業はこのままの雇用姿勢を維持し、賃金を上昇させるのであろうか。企業の収益性を表す損益分岐点比率は、直近

(2011年10-12月期)で82.9%と、2011年以降上昇している。リーマンショックで急激に悪化した収益性は改善してきたが、東日本大震災、急激な円高、タイの洪水被害などを経験し、再び悪化し始めている。内訳をみると、損益分岐点比率の上昇は売上高の減少が大きく影響している(図表21)。一方、大半が人件費で構成される固定費は、損益分岐点比率の上昇に寄与しているものの、その程度は直近ではほぼ一定であることから、経営状況の変化に対する固定費の調整はほとんど行われていないと言える。

損益分岐点比率の低下は、売上高を伸ばすか、固定費を削減するかで実現される。日銀短観(3月調査)を用いて企業の売上見通しを試算した結果、2011年度の売上高実績は前年比+1.8%、2012年度実績は同+2.5%の増加が見込まれる(図表22)。試算通り、2012年度の損益分岐点比率が売上高の増加によって改善するならば、企業が固定費削減に動く可能性は低下しよう。

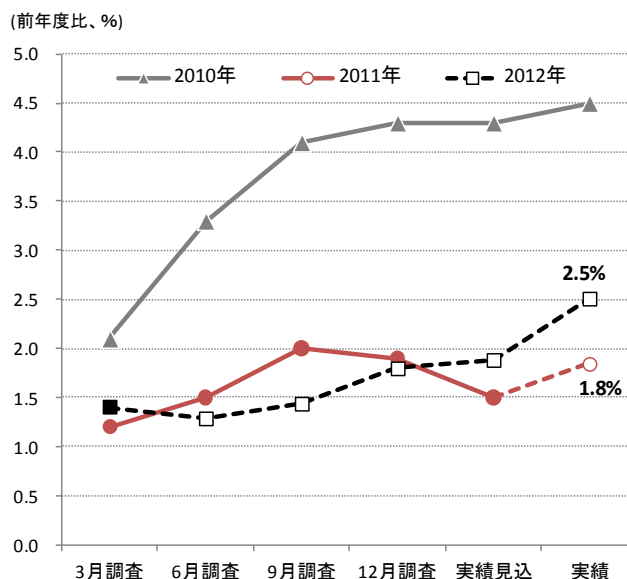
図表 21: 企業の損益分岐点比率の要因分解



- 注: 1. 損益分岐点比率=(固定費/限界利益率)/売上高。
 2. 限界利益率=(売上高-変動費)/売上。
 3. 損益分岐点=固定費/(1-変動費)。
 4. 固定費=人件費+減価償却費+支払利息等。
 5. 後方4四半期移動平均。数値は全て対数表示。
 6. 売上高の増加は押し下げ方向に寄与する。

出所: 財務省資料より野村證券作成

図表 22: 直近3年間の売上計画(試算値含む)



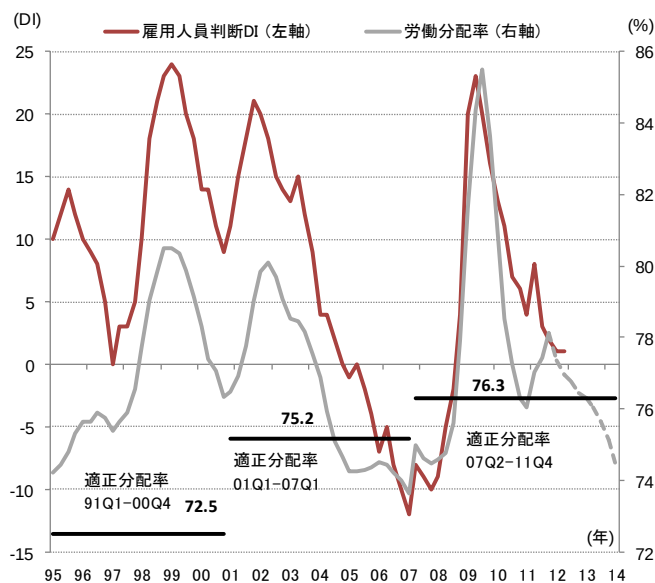
- 注: 1. 全規模・全産業の係数。
 2. 修正パターンは景気回復期の平均的なパターンを想定した。
 3. 白抜きと点線は試算値。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

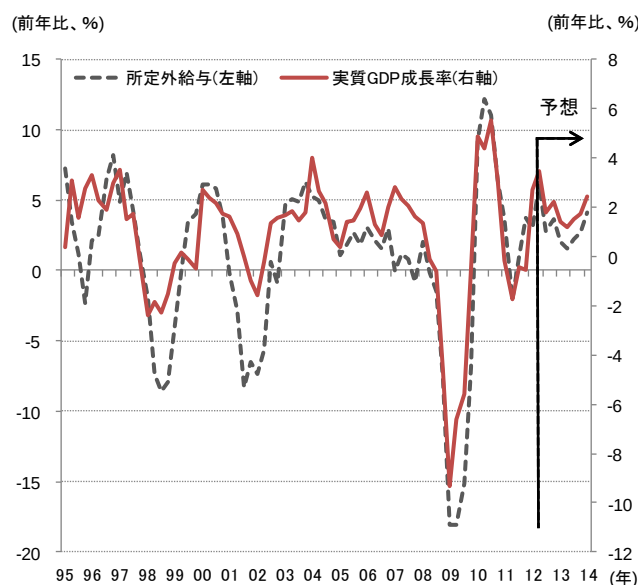
雇用過剰感が改善傾向を継続

では、固定費削減の回避はどこまで続くのだろうか。足元の労働分配率を確認すると、2011年10-12月期の労働分配率は78.1%となった(図表23)。雇用に過不足が生じない労働分配率は76.3%程度と試算されることから、足元では若干ながらこの水準を上回っている。ただし、労働分配率と相関の高い日銀短観・雇用判断DI(3月調査)は1と雇用不足方向にあり、4-6月期の予測は横ばいである。付加価値の先行きに我々の実質成長率予測を当てはめ、かつ人件費が2011年10-12月期から一定であると仮定すると、2013年4-6月期以降、労働分配率は適正水準を下回ることが予想される。以上より、雇用過剰感が再び台頭し、雇用改善の妨げとなるリスクは小さいと言えよう。

図表 23: 労働分配率と雇用判断 DI



図表 24: 一人あたり所定外賃金と実質 GDP 成長率



注: 1. 労働分配率=人件費/付加価値。

2. 適正分配率は、労働分配率を説明変数、雇用判断 DI を被説明変数とする回帰式を各時期について推計し、DI=0 となる労働分配率を推計したもの。

3. 後方 4 四半期移動平均。

4. 点線部は試算値。

出所: 財務省、日本銀行資料より 野村證券作成

出所: 厚生労働省、内閣府資料より野村證券作成

良好な雇用・所得環境が、消費の堅調推移をサポート

他方、賃金の基礎的な部分である一人当たり所定内給与は、2012 年 1-3 月期に前年同期比+0.1%と 2008 年 1-3 月期以来の増加に転じた。パート労働者賃金が押上げに寄与したが、時給よりも労働時間が増加したこと、本年が閏年であることを踏まえると、一人当たり所定内給与の底堅い伸びを確認するには至っていない。しかし、一人当たり所定外給与は同+3.0%増と国内生産の回復に伴い 3 四半期連続で増加した。野村予想では、2012 年前半は復興需要が、後半は外需持ち直しが牽引する形で景気回復が実現される見通しであり、一人当たり所定外給与の堅調な伸びが見込まれる(図表 24)。以上より、2012 年は雇用・所得環境が改善傾向を維持し、家計消費の堅調推移を促す方向に作用すると予想される。

(6) コア CPI は負の GDP ギャップ縮小とともに緩やかな上昇へ

コア CPI はテレビ価格の急上昇により予想より早く水面上に浮上

コア CPI (生鮮食品を除く消費者物価指数) 上昇率は、2 月に前年同月比+0.1%となり、予想以上に早くプラスの伸びに転じた。ただし、上昇の主因はテレビの調査銘柄の変更により、テレビ価格が 1 月の前年同月比-36.1%から 2 月に同+0.5%と急上昇したことである(図表 25)。地上デジタル放送移行前の 2010 年はテレビ向け支出が大幅に増加したこと、2010 年基準の CPI ではテレビのウェイトが高まっており、テレビ 1 品目で 2 月分コア CPI を +0.31%ポイント押し上げた。家計調査におけるテレビの購入単価は 2 月に特に大きな変化は見られず、CPI でのテ

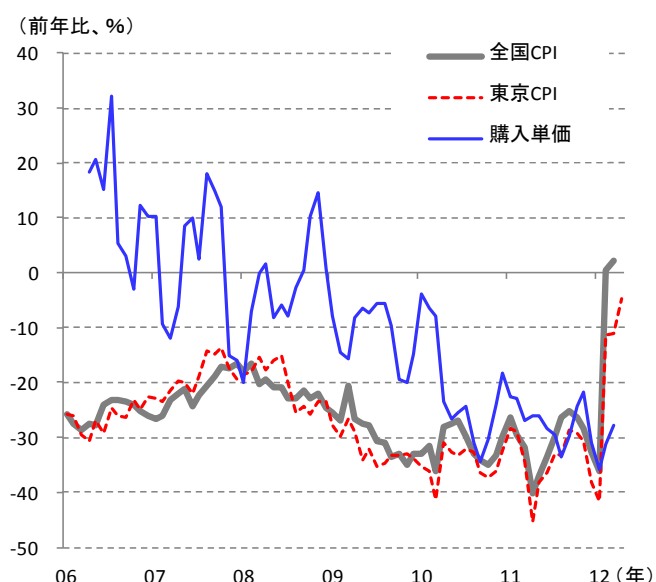
テレビ価格の急上昇は指数作成上の特殊要因と言える。野村証券では、この特殊要因を反映させて、2012年度のコアCPI上昇率予想を従来の前年比-0.1%から+0.2%へ改定した。

なお、東京電力が家庭向け電気料金の平均10.28%の引き上げを申請しており、実施されればコアCPI上昇率を+0.12%ポイント押し上げると試算されるが、未だ引き上げ幅・時期等が不確定であることから、今回の見通しの数値には反映させていない。

サービス価格が上昇するか否かが今後の物価の行方を左右

足元での潜在成長率が+0.4%程度とみられる一方、野村証券では2012年度及び2013年度の実質経済成長率をそれぞれ前年比+2.2%、+1.7%と予想しており、2011年10-12月期にGDP比-3.4%であった負のGDPギャップは徐々に縮小に向かうとみている。日本のコアCPI上昇率はGDPギャップとの相関性が高く、負のGDPギャップの縮小とともに、コアCPIも上昇に向かうことになろう。ただし、近年になってコアCPIのGDPギャップに対する感応度が下がっていることが懸念される。

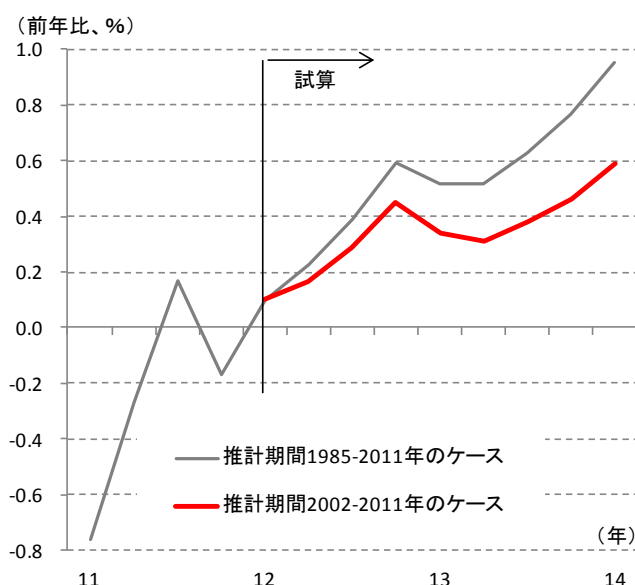
図表 25: テレビ価格と購入単価



注: CPIは消費者物価指数。購入単価は家計調査における2人以上の世帯で、3カ月移動平均。

出所: 総務省資料より野村証券作成

図表 26: GDPギャップの変化を反映したコアCPI試算



注: 1. コアCPIは生鮮食品を除く消費者物価指数。

2. コアCPI上昇率をGDPギャップで回帰し、GDPギャップがコアCPI上昇率に与える影響のみを考慮した試算であり、予測値ではない。推計には3期のアーモラグを使用。

3. GDPギャップは、当面の潜在成長率を年平均+0.4%とし、野村証券のGDP予測を使用して試算。ただし、野村証券のGDP予測では2014年4月の消費税率3%引き上げを前提としており、2013年10-12月期及び2014年1-3月期に駆け込み需要を想定しているが、ここでは駆け込み需要は考慮していない。

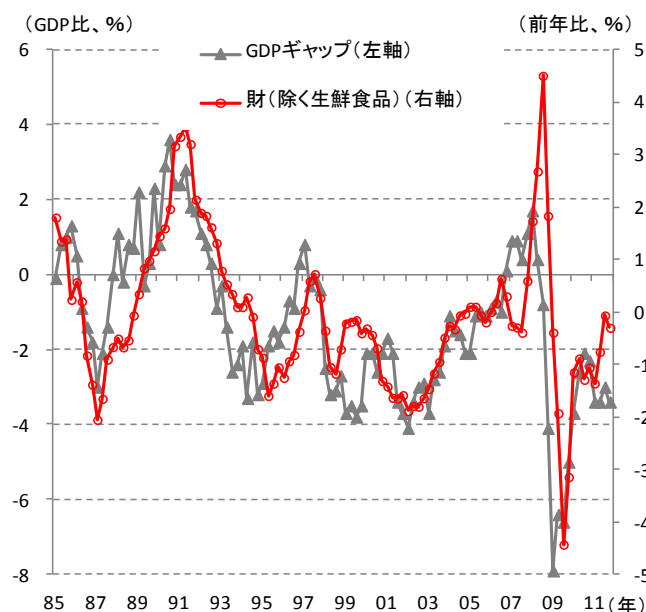
4. 2013年1-3月期及び4-6月期のコアCPI上昇率は、前年2月のテレビの調査銘柄変更の影響を考慮している。

出所: 内閣府、総務省資料等より野村証券作成

図表 26 は、GDP ギャップの変化がコア CPI に与える影響を試算したものである。推計期間が 1985～2011 年と長いケースに比べ、直近 10 年間とした 2002～2011 年のケースではコア CPI の上昇スピードが鈍化している。これは、直近になってサービス価格の GDP ギャップへの感応度が低下しているためと考えられる。財価格の GDP ギャップへの感応度が中長期的に高いのに対し、サービス価格は特に前回の景気回復局面（2002 年～2008 年初）に GDP ギャップがプラス化した際の動きが鈍い（図表 27、28）。負の GDP ギャップの縮小に伴って財価格が徐々に上昇するのはほぼ確実と見込まれる中、サービス価格が順調に上昇へ向かうか否かが今後の物価動向を占ううえでの鍵となろう。

野村證券では、サービス価格が低迷していることに加え、前述のテレビ価格急上昇の影響が 1 年後に一巡することも勘案したうえで、2013 年度のコア CPI は前年比+0.3%とごく緩やかな上昇に留まると予想している。

図表 27: GDP ギャップと財価格

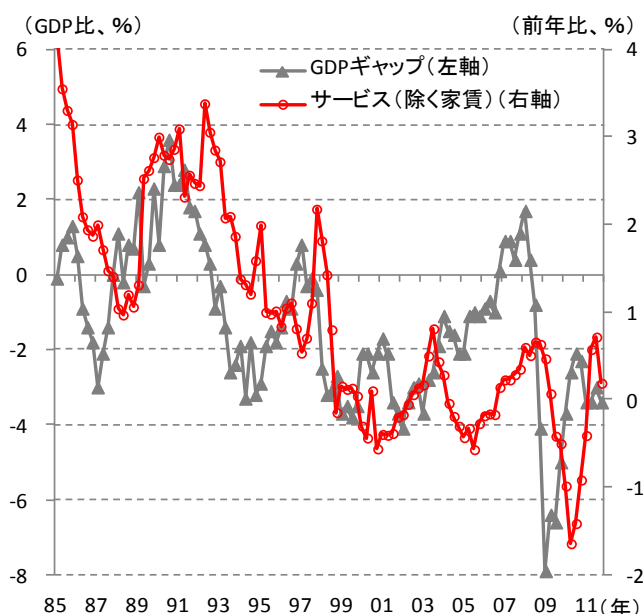


注：1. 財価格は生鮮食品を除く。

2. 物価前年比は、1989 年度の消費税導入時は 1.2%ポイント、1997 年度の消費税引き上げ時は 1.5%ポイント差し引いている。

出所：内閣府、総務省資料より野村證券作成

図表 28: GDP ギャップとサービス価格



注：1. サービス価格は家賃を除く。

2. 物価前年比は、1989 年度の消費税導入時は 1.2%ポイント、1997 年度の消費税引き上げ時は 1.5%ポイント差し引いている。

出所：内閣府、総務省資料より野村證券作成

(7) 更なる創意工夫が求められる日本銀行

市場の緩和期待に応えた日本銀行

日本銀行（以下、日銀）は 2 月 14 日に続き、4 月 27 日の金融政策決定会合でも、全員一致で追加金融緩和の実施を決定した。2 月会合での追加緩和は市場にとってもサプライズであり、その後、円安・株高相場の一因となったと受け止められた。一方、4 月には市場で追加緩和期待が高かったことから、注目されたのは緩和策の内容であった。野村證券では、4 月会合では市場の緩和期待に配慮しゼロ回答はないものの、同日公表される「経済・物価情勢の見通し」（いわゆる「展望レポート」）で実質 GDP 成長率見通し、物価見通しともに上方修正が予想される中では、大幅緩和策実施の可能性は低いのではないかと考えていた。実際には、日銀は長期国債の買入れ増額 10 兆円、買入れ

対象国債の年限の長期化（「1年以上2年以下」から「1年以上3年以下」へ）を伴う緩和策を実施し、市場の追加緩和期待に応えた格好である。

日銀の政策反応関数の変化

我々は4月27日の追加緩和は、日銀の政策反応関数の変化を意味すると捉えている。通常日銀の政策判断は、2年程度の経済・物価見通しと、より長期のテールリスク（発生確率は低いが、発生した場合の影響が甚大なリスク）の2本柱に基づいて行われる。2009年末のドバイショック以降は、政府からの政策協調要請と円高・株安といった金融市場変数が重要性を増してきた。

図表 29: 展望レポートにおける「政策委員の大勢見通し」（2012年4月）

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	-0.2~-0.2 <-0.2>	+1.7	0.0
2012年1月時点の見通し	-0.4~-0.3 <-0.4>	+1.8~+1.9 <+1.8>	-0.1~0.0 <-0.1>
2012年度	+2.1~+2.4 <+2.3>	+0.4~+0.7 <+0.6>	+0.1~+0.4 <+0.3>
2012年1月時点の見通し	+1.8~+2.1 <+2.0>	-0.1~+0.2 <+0.1>	0.0~+0.2 <+0.1>
2013年度	+1.6~+1.8 <+1.7>	+0.7~+0.9 <+0.8>	+0.5~+0.7 <+0.7>
2012年1月時点の見通し	+1.4~+1.7 <+1.6>	+0.6~+1.0 <+0.8>	+0.4~+0.5 <+0.5>

注：1. 値は、前年度比%、なお、<>内は政策委員見通しの中央値。

2. 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

3. 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

4. 2011年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

5. 消費者物価指数の参考指数として、連鎖基準指数が公表されている。その連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づく今回の消費者物価見通しに比べて、若干低くなっている可能性がある。

出所：日本銀行資料より野村證券作成

日本銀行は今年2月に「物価安定の目処」を導入したが、これは、市場の一部で「事実上のインフレ目標策」として捉えられ、消費者物価の前年比上昇率が1.0%に達しない間は日銀が追加緩和策を講じるとの期待を醸成した。ただし、我々は「目処」の導入は必ずしもインフレ目標の導入ではなく、日銀の政策スタンスに大きな変更はないと捉えてきた。実際、白川総裁は2月会合以降、「政策判断にとって重要なのは物価上昇率の水準ではなく、方向性である」と、インフレ率見通しが1.0%に達しているか否かが政策決定に直結するわけではないことを繰り返し強調してきた。また、追加緩和が見送られた4月9日、10日の決定会合の議事要旨を見ても、2013年度のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価）見通し次第で、展望レポートの公表と同時に追加緩和実施を検討するような文言は見当たらなかった。

展望レポートでは予想通り経済・物価見通しともに上方修正されたこと、欧州発のテールリスクに対する評価が改善したこと、2月会合時と比べて円安・株高水準にあったことに鑑みると、4月27日の追加緩和の背景には、政治からの強い緩和要請に加えて、大きく高まっていた「市場の緩和期待」に配慮した面があったと考えるのが妥当であろう。すなわち、日銀の政策反応関数において、「市場の追加緩和期待」という変数の重要度が増したことの証左と考えられる。

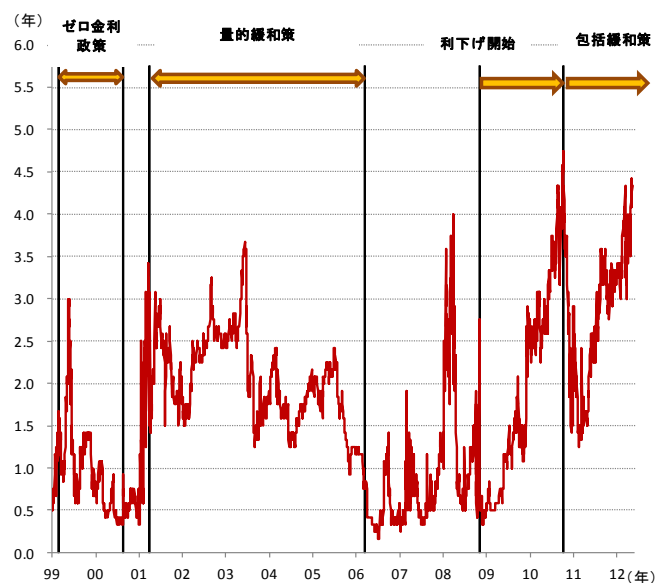
もとより市場の強い追加緩和期待は自然発生した訳ではなく、2月会合の結果が強く作用している。すなわち、日銀自身が生み出した側面が大きく、仮に日銀が意図したものでないならば、市場とのコミュニケーション不足がもたらした結果と言える。いずれにせよ、4月27日の会合は事後的にせよ市場の期待にこたえる結果となったことから、今後も展望レポート公表時（中間評価も含め）には、市場の追加緩和期待は高まり易いことが予想される。加えて、足元ではギリシャ、フランスの選挙結果等を受けて欧州債務問題は不透明感を増しており、金融市場では株価が急落、ドル円相場でも円高への揺り戻しが発生した。また、通常国会の会期末が残り1カ月余りに迫る中で、消費税引き上げ問題は着地点が見えず、政治サイドからの追加緩和要請は折に触れて高まり易い展開が予想される。以上の諸点を勘案すると、年内中に最大で2回程度の追加緩和が実施される可能性が高いと予想する。目先の焦点は、展望レポート（中間評価）が公表される7月（11日、12日）の決定会合であろう。

金融緩和で蓄積されるリスク

上述した要因が好転しない中でも、追加金融緩和の障害となる要因として日銀は、「金融面での不均衡蓄積を含めたリスク要因」を挙げている。これが具体的に何を指すのかは明らかではないが、資産価格の経済ファンダメンタル（基礎的条件）からの大幅な乖離（価格上昇）や金融機関への過度なリスクの蓄積と理解するのが妥当だろう。

この点で注目されるのは、国債価格の上昇（金利低下）であろう。10年債利回りは0.8%台と、欧州債務問題の深刻化を受けて包括緩和策を導入した昨年10月の水準に達しつつある。長期金利の低下は日本固有の現象ではないことから、主因は欧州問題の不透明化であると考えられる。ただし、市場における金融緩和の長期化期待が引き起こしている面も見受けられる。国債利回り曲線を用いて簡便的に時間軸効果（低金利がどれぐらいの期間続くか）がどの程度市場に織り込まれているかをみると、足元では4.3年程度と昨年10月以来の水準にまで高まっていることが分かる（図表30）。

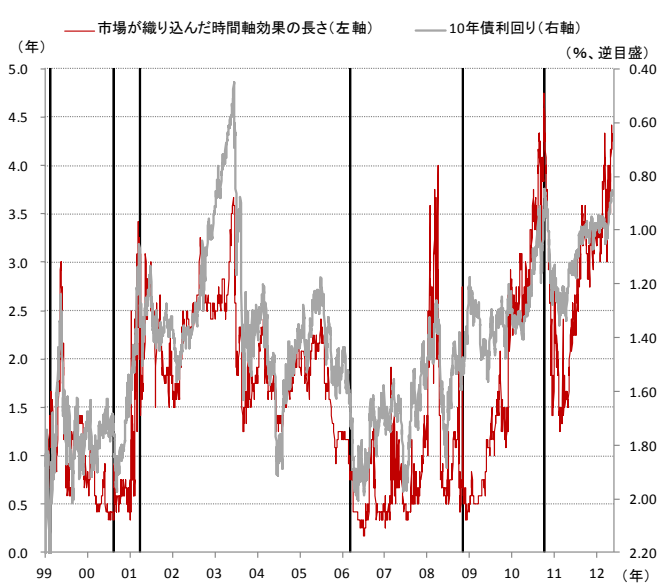
図表 30: 国債利回り曲線からみた時間軸効果



注：野村證券ポートフォリオ・コンサルティング部による分析をもとに、国債利回り曲線を用いて、利回りが無担保コール翌日もの金利を0.1%ポイント上回る年数を算出し、時間軸効果とした。

出所：日本銀行、ブルームバーグより野村證券作成

図表 31: 市場が織り込む時間軸と10年債利回り



注：野村證券ポートフォリオ・コンサルティング部による分析をもとに、国債利回り曲線を用いて、利回りが無担保コール翌日もの金利を0.1%ポイント上回る年数を算出し、時間軸効果とした。

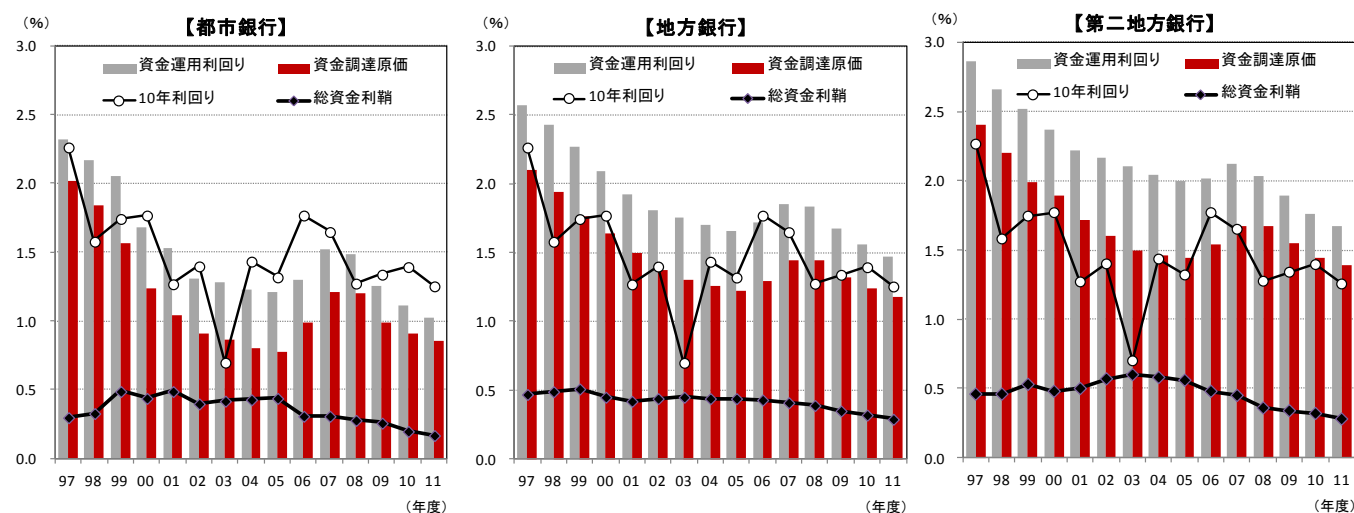
出所：ブルームバーグより野村證券作成

市場の織り込む時間軸の延長に伴って長期金利が低下する現象は、昨年¹の包括緩和策導入時や、2003年にも観察された（2008年はベア・スターンズ社救済を巡る市場の混乱の影響であり、上記の議論とは異なる）。これらのケースでは、時間軸期待の巻き戻しが長期金利の一時的な上昇につながっている点は注意したい。特に2003年には、市場の織り込む時間軸効果と比較して長期金利の低下（国債価格の上昇）が著しかった（オーバーシュート）こともあり、期待の巻き戻しが金利急騰をもたらした様子がうかがわれる（いわゆる VaR ショック）。過去からの両者の関係と比較して、足元の金利水準はオーバーシュートしているという程ではないが、日銀が市場の期待を一気に剥落させる事態となれば、長期金利の反発を招くことが懸念される。

また、資産買入等基金による買入れ対象国債の年限を2年以下から3年以下に延長したことにより、両年限の金利差が急速に縮小すると同時に、利回り曲線のブルフラット化（金利低下を伴う利回り曲線の平坦化）が進展している。長短金利差の縮小は、短期資金を調達し、より長期で運用する銀行などの利鞘を圧縮することにつながる。このため、収益性を確保するためには、より長期の国債へと投資するか、あるいはより信用リスクの高い資産に投資する必要性が高まる。すなわち、高い金融緩和期待が、銀行などの金融機関に対してリスクの蓄積を促す面がある。

10年債利回りは既に0.8%台まで低下しており、金融機関にとって運用環境は一段と厳しくなっていると思われる。2011年度中間決算時点では、地方銀行の資金調達原価（詳細は図表32の注を参照）は1.18%と足元の10年債利回りを上回り、都市銀行でも0.85%と10年債利回りと同程度の水準にある。このことは、銀行にとって保有国債の平均年限長期化を促すインセンティブ（誘因）になると推察される。

図表 32: 銀行の総資金利鞘と10年国債利回り



注: 1. 資金運用利回り=資金運用収益/資金運用勘定平残
 2. 資金調達原価=(資金調達費用+営業経費)/資金調達勘定平残
 3. 総資金利鞘=資金運用利回り-資金調達原価
 4. 10年債利回りは年度平均値。ただし、2011年度は9月末までの平均。

出所: 全国銀行協会資料より野村證券作成

市場の期待・政治への配慮から一層の工夫が求められよう

長期金利低下に伴う金融機関への金利リスクの蓄積が直ちに追加緩和の障害になるとは思われないが、今後、日銀には市場の期待を乱高下させない、端的には金融機関の緩和期待を剥落させない配慮がより一層求められることになる。

また、金融政策の運営に当たって、政治からの強い緩和要請にも配慮する必要性が高まろう。足元では、日銀から積極的な金融緩和策を引き出すことを狙って、与野党内で日銀法改正論議がにわかに高まりをみせている。野田首相を筆頭に政府内では日銀法改正に慎重な意見が依然強いことから、改正が早期に実現される可能性は限られようが、改正によって独立性が制約を受けることを警戒する日銀にとって、こうした議論は脅威であろう。

上記の諸点を勘案すれば、日銀は今後予想される追加緩和に際して一層の創意工夫が求められよう。市場の一部には当座預金に付された付利の引き下げや、外国債券の買い入れを予想する声が聞かれる。ただし、前者は政策の実効性の面に疑問が残る。後者に関しては日銀による事実上の為替介入となるため障害が大きい。現時点で日銀の次の一手を明確な根拠に基づいて予想することは困難であるが、買入期限を延長し資産等買入基金の総額余地の拡大を図る、あるいは社債買入条件の緩和、買入規模の増額やリスク性資産の多様化など、よりリスク・プレミアムの引き下げを意識した政策手段が選択肢となるのではなかろうか。

なお、日銀の利上げ時期に関しては、米国の利上げが依然 2014 年後半とみられること、2015 年 10 月にも予想される消費税引き上げ、インフレ見通し等を踏まえ、2016 年以降との見方を据え置く。

(8) 本格化する復興関連公共投資

復興需要の業種別、地域別広がりが確認され始めた

従来から野村證券が予想していた通りではあるが、復興需要関連の公共投資拡大が、年明け以降、様々な分野で経済に好影響を与え始めている。短観（3月調査）の業況判断 DI（最近、大企業・製造業）では企業景況感の改善は確認できなかったが、先行きは「窯業・土石」、「化学」、「鉄鋼」など素材型業種で景況感改善が予想された点や、大企業・非製造業では、建設業の業況判断 DI（最近）が 5 四半期連続で改善し、2008 年 9 月以来の高水準に達した点などに、復興需要拡大の影響が確認できた。

公共投資が急拡大

公共工事の代表的先行指標となる公共工事受注額は、最新 2012 年 2 月（3 カ月移動平均値）で前年比+20%を上回る大幅拡大を示している（図表 33）。また、公共工事の発注動向を反映する公共工事請負金額（前払金保証実績）でも顕著な加速傾向が見られ、最新 2012 年 3 月（3 カ月移動平均値）には、前年比で+10%に達している（図表 34）。

公共工事請負金額を地域別にみると、被災地を含む東北地域の計数が 2011 年 10 月から前年同月比で顕著に拡大を示しており、2012 年 1 月以降は加速傾向で推移している（図表 35）。年初来のこうした加速傾向は、2011 年 11 月に成立した、復興関連支出 9.1 兆円に及ぶ 2011 年度 3 次補正予算執行の影響によるものと推察される。

図表 33: 公共工事受注額と出来高

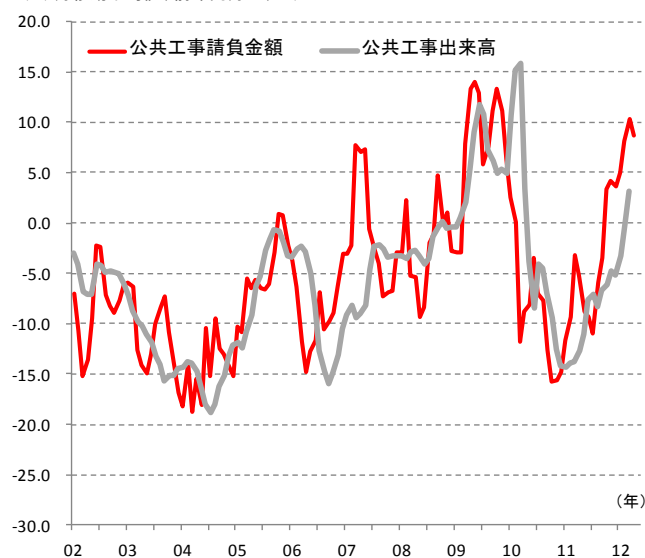
(3ヶ月移動平均値、前年同月比、%)



出所: 国土交通省より野村證券作成

図表 34: 公共工事請負金額と出来高

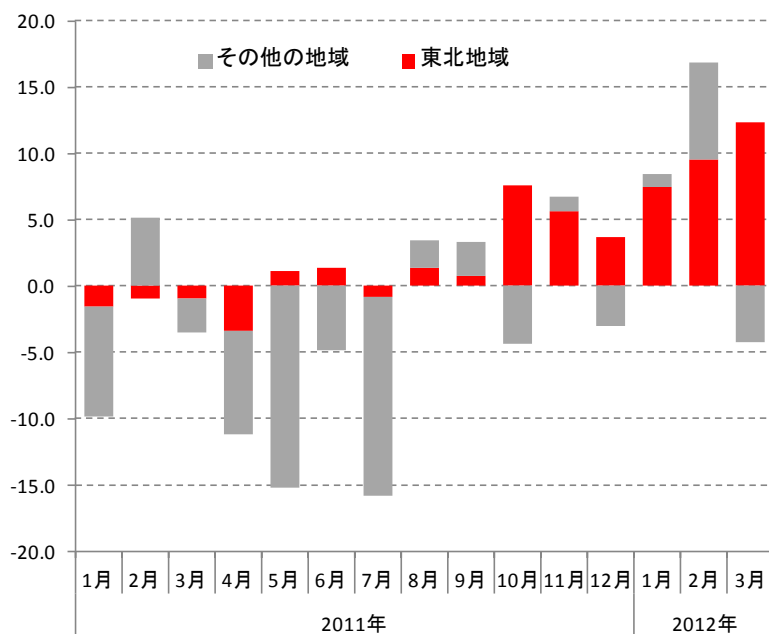
(3ヶ月移動平均値、前年同月比、%)



出所: 東日本建設業保証株式会社他より野村證券作成

図表 35: 東北地域の公共工事請負金額

(前年同月比、%)



出所: 東日本建設業保証株式会社他より野村證券作成

「ライフ・ライン」の復旧から「交通インフラ」の復旧へ

公共工事受注額を分野別に概観すると、2011 年度上期、下期を通じて大きく拡大し、受注額全体の押し上げに貢献し続けているのが「廃棄物処理」であり、増加率寄与度は、上期に前年同期比+3.8%ポイント、下期も同+2.5%ポイントに達した（図表 36）。これはがれき処理関連が中心とみられる。

他方、下期に急増傾向に転じ、増加率寄与度で最大値を記録したのが、「道路」の同+7.0%である。さらに、「鉄道・軌道」の同+1.4%、「港湾・空港」の同+1.1%など、交通インフラ関連が目立つ。上期は「電気・ガス」、「郵便」など、生活に深く関わる「ライフ・ライン」的なインフラ復旧の増加が目立ったが、下期は重点が「交通インフラ」の復旧にシフトした感がある。こうした統計からも、復興関連公共投資の質的变化とステージの進展をうかがい知ることができる。

図表 36: 公共工事受注額の内訳

	2009年度	2010年度	2011年度上期		2011年度下期	
	(前年比増加率、%)	(前年比増加率、%)	(前年比増加率、%)	(寄与度、ppt)	(前年比増加率、%)	(寄与度、ppt)
治山・治水	-13.2	-16.1	1.0	0.1	13.8	1.6
農林水産	4.9	-31.0	-18.1	-1.0	34.3	1.3
道路	-8.6	-12.9	-7.0	-1.9	22.0	7.0
港湾・空港	32.3	-17.7	-27.6	-1.5	28.2	1.1
下水道	-3.8	-12.6	-4.4	-0.4	6.3	0.6
公園	-23.1	-17.0	21.8	0.4	25.9	0.4
教育・病院	10.7	-3.0	-13.7	-2.6	-4.0	-0.6
住宅・宿舍	-10.9	-6.1	-33.8	-1.2	-18.4	-0.7
庁舎	3.1	10.5	-4.8	-0.1	-4.1	-0.2
再開発	-85.6	157.2	-68.8	-0.1	4.7	0.0
土地造成	3.1	-27.1	87.2	0.7	-10.3	-0.1
鉄道・軌道	-5.7	-27.3	11.6	0.1	45.7	1.4
郵便	-85.2	-41.8	258.7	0.1	65.2	0.1
電気・ガス	-44.7	-23.5	1276.4	1.3	197.8	0.1
上・工業水道	1.8	2.8	-16.8	-1.1	62.2	2.6
廃棄物処理	20.5	5.1	155.5	3.8	219.9	2.5
その他	45.1	20.4	-24.8	-1.6	48.5	3.3
合計	-2.1	-10.1	-5.1	-5.1	20.6	20.6

出所: 国土交通省の資料より野村證券作成

民間建設は一部クラウドイング・アウトか

公共機関が発注する建設工事が急拡大を続けているのとは好対照に、民間が発注する建設工事は総じて軟調であり、むしろ過去半年間は悪化傾向を示している（図表 37）。内訳別にみると、特に「土木工事」の公共機関発注分と民間発注分は、震災後に全く逆の動きを示している。その背景には、建設労働者など限られた生産資源が、震災後は復興関連の公共工事に振り向けられることで民間の建設活動が抑制される、いわゆるクラウドイング・アウトが生じている可能性が考えられる。

そこで過去に遡って、公共機関発注分と民間発注分の建設受注額を比較すると、2000 年以降のデータでは、両者に逆相関が確認された。これは公共投資拡大時には、民間部門での建設活動にクラウドイング・アウトが生じる可能性を示唆するものであろう。さらに 1995 年の阪神大震災後も、震災から 1 年程度は公共機関発注分建設受注額が拡大する中、民間発注分建設受注額は低迷を続けた（図表 38）。

図表 37: 公共・民間別建設受注額

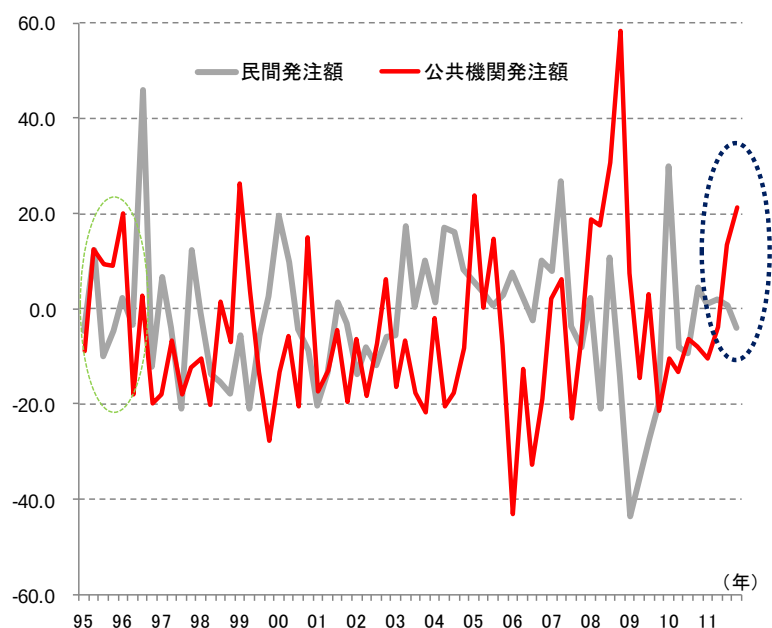
	公共機関からの受注工事				民間等からの受注工事			
		土木工事	建築工事・ 建築設備 工事	機械装置等 工事		土木工事	建築工事・ 建築設備 工事	機械装置等 工事
2009年	1.8	-0.5	3.1	24.4	-23.0	-13.1	-24.6	-25.4
2010年	-10.7	-18.0	9.2	-7.8	4.0	7.9	5.0	-10.1
2011年	-2.1	2.1	-14.4	11.0	2.2	-7.3	0.9	32.4
2011年 1-3月期	-7.9	-3.5	-17.2	-9.4	4.5	6.5	4.6	-0.6
4-6月期	-10.4	-7.0	-17.0	-4.3	1.1	-18.2	3.7	22.0
7-9月期	-3.9	1.2	-18.6	6.6	1.8	-2.6	-4.6	66.2
10-12月期	13.4	15.7	-2.2	46.1	0.8	-15.1	0.5	40.4
2012年 1-3月期	21.4	27.3	8.3	17.7	-4.0	-23.5	-1.8	19.2

注：前年同期比、%。最新値 2012 年 1-3 月期は 1・2 月の計数より算出。

出所：国土交通省資料より野村證券作成

図表 38: 建設工事の発注者別内訳

(前年同期比、%)



出所：国土交通省資料より野村證券作成

民間復興需要のポテンシャルは大きい

既述のように、社会インフラの復旧・復興を目指す公共投資活動は、年明け後想定以上に活発化している。これに対して、民間部門での生産設備や住宅の復旧は大きく遅れをとっているように見える。しかし民間部門での建築物の潜在的な復旧・復興需要は、社会インフラの復旧・復興と比べて格段に大きいことに留意が必要だ。

東北 3 県の産業被害・公共土木被害を見ると、公共土木被害の合計額は 7,769 億円と試算されているのに対して、民間部門の産業被害の合計額は 3 兆 2,445 億円と、前者の 4.2 倍と試算されている（図表 39）。

ただし、上記の産業被害には設備損壊以外の被害が含まれている可能性がある。そこで内閣府の推計で被害総額、即ち震災によるストック（住宅も含む）損失額の推計値を見ても、民間部門の被害総額が公的部門の2.7倍に達している。

図表 39: 東北3県の震災による産業被害・公共土木被害

(単位: 億円)

	岩手県	宮城県	福島県	合計
産業被害				
農業関連被害	594	5,143	2,323	8,060
林業被害	274	139	166	579
畜産業被害	-	50	-	50
水産業関連被害	3,981	6,859	263	11,103
製造業被害	890	5,900	2,198	8,988
小売・卸売業被害	445	1,200	1,399	3,044
観光業被害	326	200	-	526
その他	-	95	-	95
合計	6,510	19,586	6,349	32,445
公共土木被害				
河川	147	276	276	699
海岸	1,289	791	791	2,871
港湾	445	1,150	1,150	2,745
道路	252	250	250	752
橋梁	-	86	86	172
下水道	306	-	-	306
その他	134	45	45	224
合計	2,573	2,598	2,598	7,769

出所: 東日本建設業保証株式会社「東日本大震災現地レポート」より野村證券作成

公的復興需要から民間復興需要にシフト

復興関連公共投資の拡大ペースは、2012年7-9月期から鈍化してくことが見込まれる。しかしそれが、建設労働者などの生産資源のシフトを可能にすることで、民間の復興関連の建設活動を活発化することが期待される。被災地での道路、港湾など社会インフラの整備・復旧が進むことが、民間企業に生産設備復旧のインセンティブを高めるという側面も考えられよう。

そうしたシフトが円滑に進むためには、海外景気、為替、原油価格、金融市場など企業を取り巻く外部環境の安定維持が一つの条件となろう。当社は2012年下期にかけて、これら外部環境が比較的良好に推移することをメインシナリオに据えている。この場合には、復興関連公共投資の増勢鈍化を主因に2012年下期の成長率は顕著に低下しようが、良好な外部環境に支えられて、復興需要の主役は公的部門から民間部門へと徐々にシフトし、2013年にかけては民間内需主導の安定した成長軌道が展望できるだろう。

さらに足取りは重く

2012 年 1-3 月期の終わりにかけて経済指標がやや軟調となったことで、天候ならびに季節バイアスが基調的な成長が実勢以上に押し上げた反動が生じる可能性があるとの野村の見方が裏付けられた。

景気動向

冬場の雇用の力強い伸びが消費者信頼感を押し上げ、自動車ならびにその他消費財の支出が急回復した。だが、3 月と 4 月の雇用統計が予想を下回ったことに加え、その他の部門に減速の兆しがみられ、全般的な景気加速は持続することなく、2012 年 4-6 月期、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+2.5%前後で安定した水準となろう。住宅市場には改善がみられるが、住宅価格は引き続き低迷している。米国企業の手元流動性は依然として潤沢だが、新工場建設や設備投資など投資計画に引き続き慎重である。政府消費ならびに政府投資は減少が続き、2012 年年末に特別減税措置の失効が近づくなか、年後半に政治の不透明感が実質 GDP 成長率回復の足かせとなろう。現に野村では、12 年 11 月の大統領選が近づくなか、長期的な財政課題の最終解決策を巡る不透明感が増大すると考えている。大統領選後から年末までに何らかの暫定合意が予想されるが、代替策に対する懸念が 2012 年後半から 2013 年初めの成長減速をもたらす可能性が高い。

物価動向

原油・ガソリン価格の下落を受けて、2012 年 1-3 月期の消費者物価（CPI）上昇率は、2011 年 7-9 月期の前年同期比+3.8%から同+2.8%へ減速し、この先も減速傾向が続くとみられる。住宅市場が安定したことから、賃貸住宅のデフレ圧力が取り除かれ、11 年 10-12 月期と 12 年 1-3 月期のコア CPI 上昇率は同+2.2%へ加速した。だが、野村では、このような物価上昇圧力は弱まり、コア CPI 上昇率は、米連邦準備制度理事会（FRB）の長期的目標である前年比+2.0%に向かって減速すると予想している。

財政・金融政策

経済情勢が大幅に悪化しないかぎり、米連邦公開市場委員会（FOMC）は新たな緩和的な措置の実施を踏みとどまろうが、既に執行中の緩和的な政策は維持しよう。野村では、現時点では 2013 年初めに見込まれる実質的な大規模増税ならびに歳出削減の影響を抑制するため、12 年 11 月に予定される大統領選後に議会と政府が措置を講じると予想している。しかし、その目的を達成するために必要な交渉が議論を伴い、金融市場の足かせとなるかもしれない。

リスク要因

金融市場は安定化し、雇用の伸びが景気を下支えしていることから、成長への主な下振れリスクは後退した。とは言え、米国の財政面の制約、欧州の景気後退を背景に、リスクは全体的に下振れ方向に傾いている。

図表 40: 米国経済見通し要約表

	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	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	3.0	2.2	2.4	2.4	2.1	1.9	2.1	2.5	2.7	1.7	2.3	2.2
個人消費	1.7	2.1	2.9	2.5	2.4	2.1	1.8	2.3	2.6	2.6	2.2	2.3	2.2
非住宅固定資本形成	15.7	5.2	-2.1	9.9	7.2	4.6	3.6	3.4	4.3	4.9	8.8	5.9	4.7
住宅投資	1.2	11.7	19.0	-1.2	3.7	8.2	8.7	5.7	5.4	8.0	-1.3	7.8	6.3
政府支出	-0.1	-4.1	-3.0	-2.4	-1.6	-1.7	-1.8	-0.8	-0.9	-0.7	-2.1	-2.4	-1.4
輸出(財・サービス)	4.7	2.7	5.4	9.8	5.7	7.4	5.9	7.1	5.5	6.7	6.7	5.7	6.6
輸入(財・サービス)	1.2	3.7	4.3	6.8	3.8	4.8	2.9	5.1	3.6	4.4	4.9	4.0	4.2
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)										(前年比%ポイント)		
国内最終需要	2.7	1.4	1.6	2.2	2.2	1.8	1.6	2.0	2.3	2.4	1.9	1.9	2.0
在庫投資	-1.4	1.8	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.3	0.1
純輸出	0.4	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2
失業率(%)	9.1	8.7	8.3	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8	7.7	7.6	9.0	8.0	7.7
非農業部門雇用者数(1,000人)	128	164	212	150	150	150	150	150	150	150	139	166	150
住宅着工件数	615	670	687	673	705	735	757	746	765	775	610	700	761
(季節調整済み年率、1,000戸)													
消費者物価(前年比%)	3.8	3.3	2.8	2.0	1.9	2.1	1.8	1.8	1.5	1.3	3.1	2.2	1.6
コア消費者物価(前年比%)	1.9	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	2.0	1.7
連邦財政収支(対GDP比%)											-8.7	-7.1	-6.1
経常収支(対GDP比%)											-3.1	-3.5	-3.1
連邦準備制度理事会(FRB)	2.64	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61
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	0-0.25	0-0.25
金利誘導目標水準、%													
3ヶ月物ドルLIBOR金利(%)	0.48	0.58	0.47	0.50	0.50	0.40	0.40	0.45	0.45	0.50	0.58	0.40	0.50
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.24	0.24	0.33	0.25	0.20	0.40	0.40	0.50	0.60	0.65	0.24	0.40	0.65
5年物財務省証券利回り(%)	0.95	0.83	1.04	1.00	0.75	1.05	1.10	1.20	1.35	1.50	0.83	1.05	1.50
10年物財務省証券利回り(%)	1.92	1.87	2.23	2.25	2.00	2.25	2.30	2.40	2.55	2.70	1.87	2.25	2.70
30年物住宅ローン金利(%)	4.03	3.95	3.99	4.00	3.75	3.90	3.95	3.95	4.05	4.10	3.95	3.90	4.10

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。3. 財政収支は年度(前年10月～9月)。4. 金利は期末値。5. 太字は実績値、その他は野村予測。6. 2012年5月14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

景気後退入りへ

緊縮財政や信用条件の引き締めを受けて、ユーロ圏は 2012 年の大半、景気後退が続くとみられる。

景気動向

野村の 2012 年のユーロ圏全体の見方に基本的には変更はなく、信用引き締めならびに財政緊縮を受けて、12 年の大半は景気後退が続くと予想している。だが、このところの情勢は景気後退が長引く可能性を示唆している。第 1 に、直近の経済調査は 4 月以降急速に悪化している。第 2 に、低成長見通しにより金融市場の地合いが悪化し、フランスならびにギリシャの選挙結果で政治の不透明性が高まり、とりわけギリシャがユーロから離脱する可能性が高まったことから、欧州債務危機が再び深刻化した。欧州債務危機の先行きについて不透明感が強く、12 年の大半は企業ならびに家計に様子見ムードが強く、投資ならびに消費は引き続き低調に推移するものとみられる。この先はユーロ安を背景として外需が拡大すれば、成長が押し上げられ、投資が循環的な低水準から底打ちし、2013 年初めに再び景気は回復しよう。とは言え、失業率がユーロ発足以来の水準で高止まりし、スペインならびにイタリアの財政緊縮が景気の重しとなり、金融政策の伝達メカニズムがうまく機能してない状況を見ると、緩慢なペースでの回復が予想される。

物価動向

2012 年を通じてインフレ圧力は持続しよう。背景には、商品価格の過去の上昇に加え、付加価値税（VAT）引き上げの影響、ドイツの賃金の伸びがなお予想以上に堅調に推移していることがある。以上から、欧州連合（EU）標準の消費者物価（HICP）上昇率は、12 年末まで政策目標（前年比+2.0%を下回るが、これに近い値）を上回る水準で推移した後、13 年にはこれを下回る水準へ減速すると予想している。

財政・金融政策

金融政策の伝達メカニズムはほとんど機能せず、追加利下げを行っても、その効果は限定的となろう。野村では、ECB は政策金利の主要リファイナンス金利を現行 1.0%に維持すると予想している。また、欧州政府債務危機が再び深刻な状況になる場合に限り、量的緩和策が検討されよう。

（注記）

野村では 5 月 17 日付で、ユーロ圏の政府債務危機が再度深刻化する中、ECB が 7 月の政策理事会で政策金利の主要リファイナンス金利を 0.5%ポイント引き下げる方向に予想を改定した。また同時に ECB は、下限金利の預金金利を 0.25%に据え置く一方、上限貸出金利を 0.75%に引き下げると予想している。なお、政策金利の引き下げがより小幅に、また後ずれする可能性がある。

リスク要因

ギリシャのユーロ圏離脱の見通しを含め、政府債務危機が引き続き強い不透明要因となっており、経済見通しの大幅な下振れリスクとなっている。ECB による追加利下げの実施が野村の金利予想に対するリスクである。

(注記)

以下の予測表に反映されていないが、野村では5月17日に政策金利予想を変更した（前ページ参照）。また5月15日に公表された2012年1-3月期GDPも反映していないが、実績は季節調整済み前期比0.0%で横ばいだった。

図表 41: 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	-1.3	-0.7	-1.5	-1.4	-0.2	1.5	1.7	1.5	-0.8	0.7
個人消費	1.0	-1.8	-1.3	-2.4	-1.8	-0.9	0.8	0.9	0.2	-1.4	0.0
固定資本形成	-1.2	-2.6	-2.8	-4.6	-4.0	-2.0	2.4	3.4	1.6	-2.9	0.8
政府消費	-0.7	-1.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	0.1	-0.8	-0.8
輸出(財・サービス)	6.0	-1.5	-0.9	-1.0	0.2	1.6	4.8	5.0	6.2	0.5	3.4
輸入(財・サービス)	3.0	-4.7	-1.7	-2.1	0.2	-0.2	2.9	3.4	3.9	-1.2	2.0
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	0.2	-1.7	-1.4	-2.4	-2.0	-1.1	0.7	1.0	0.5	-1.5	0.0
在庫投資	-1.1	-1.0	0.4	0.4	0.5	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
純輸出	1.4	1.4	0.3	0.5	0.0	0.9	1.0	0.8	1.1	0.8	0.8
失業率(%)	10.2	10.5	10.8	11.0	11.3	11.5	11.6	11.7	10.2	11.1	11.8
雇用者報酬 (一人当たり、前年比%)	2.3	2.1	1.5	1.2	1.2	0.8	0.8	1.1	2.2	1.2	1.5
労働生産性(前年比%)	1.1	0.9	0.2	0.0	-0.5	-0.3	0.2	0.8	1.3	-0.1	1.1
単位労働コスト(前年比%)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.7	1.0	0.6	0.3	0.9	1.3	0.4
財政収支(対GDP比%)									-4.3	-2.4	-2.1
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	2.7	2.6	2.4	2.0	1.5	1.4	2.7	2.4	1.7
政策金利	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
(主要リファイナンス金利、%)											
3ヶ月物EURIBOR金利(%)	1.55	1.36	0.78	0.79	0.82	0.90	0.97	1.01	1.36	0.90	1.07
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.90	1.83	1.81	1.25	1.25	1.50	1.75	1.85	1.83	1.50	2.25
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.38	1.31	1.32	1.28	1.25	1.23	1.22	1.21	1.31	1.23	1.20

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 金利・為替は期末値。3. 太字は実績値、その他は野村予測。4. 2012年5月10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

ユーロ圏の危機が足かせに

ユーロ圏政府債務危機の再燃が、英国の景気回復に対する懸念要因である。イングランド銀行（BOE:中央銀行）は、高インフレにもかかわらず、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が失速し、2012 年に入りようやく国内景気に回復の兆しがみられたものの、ユーロ圏政府債務危機の再燃が引き続き足かせとなっている。貿易ならびに金融面でユーロ圏との関係が強く、ユーロ情勢が英国経済の行方に大きく係わっている。循環的な景気回復を示す兆候が薄れ、成長は依然として低水準にとどまっており、8 月に開催されるロンドン・オリンピック大会による景気浮揚が期待できる 2012 年 7-9 月期までは、英国は景気後退の瀬戸際に推移するとみられる。

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、これまでインフレ率を押し上げてきた一連の「一時的」要因は一巡したものの、基調的なインフレ率は依然高止まりしている。さらに、今後も授業料値上げなど「一度限りの要因」が見込まれる。しかし、野村では BOE の見方とは異なり、商品価格が急落しない限り、2013 年末（野村の予測期間の終わり）までに CPI 上昇率が政策目標値（前年比+2.0%）を下回ることにはないと予想している。

財政・金融政策

世界景気の減速や内需低迷の兆候に対して、BOE は積極的な対応を行ってきたが、2 月に発表した国債買い入れプログラム延長部分 500 億ポンドを 5 月に終了し、再延長には否定的である。しかし、需要の伸びの下振れから、政策金利引き上げに着手するような状況にはほど遠く、追加の量的緩和が俎上にあるとみられる。財政健全化計画の継続も、金融緩和を通じた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 年以内に財政の構造的経常収支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追加の緊縮措置を打ち出す必要がある。

リスク要因

野村の成長予想については下振れリスクが強いが、インフレの予想には上振れリスクがある。BOE の金融政策については、ユーロ圏政府債務危機に伴い新たな悪影響が生じる場合、追加の量的緩和を打ち出す可能性がある。

図表 42: 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	-1.2	-0.6	-0.2	2.9	-0.2	1.5	1.9	0.7	0.2	1.6
民間消費	-1.1	1.7	1.1	0.4	3.1	1.0	2.0	1.7	-1.2	0.8	1.8
固定資本形成	2.6	-2.2	-3.5	1.9	1.3	0.5	0.5	7.0	-1.2	-0.5	3.6
政府消費	-2.0	2.2	0.0	-1.5	-1.5	-1.8	-1.8	-1.6	0.1	-0.4	-1.7
輸出(財・サービス)	-0.2	6.4	-5.0	-0.5	5.5	3.4	6.1	6.2	4.6	0.1	5.2
輸入(財・サービス)	0.8	3.6	-3.4	-0.3	3.5	4.5	4.9	6.2	1.2	0.4	4.7
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	-0.8	1.2	0.2	0.2	1.8	0.3	0.9	1.8	-0.9	0.4	1.3
在庫投資	3.4	-3.1	-0.3	-0.3	0.6	-0.1	0.3	0.3	0.6	-0.1	0.2
純輸出	-0.3	0.8	-0.4	-0.1	0.6	-0.4	0.3	-0.1	1.0	-0.1	0.1
失業率(%)	8.3	8.4	8.3	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1	8.2	8.1
消費者物価(前年比%)	4.7	4.6	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3	4.5	3.2	2.4
小売物価(前年比%)	5.2	5.1	3.7	3.7	3.5	3.5	3.5	3.4	5.2	3.6	3.4
資産買い入れ枠(10億ポンド)	200	275	325	325	325	325	325	325	275	325	325
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
3ヶ月物LIBOR金利(%)	0.95	1.08	1.03	1.05	1.00	0.90	0.80	0.70	1.08	0.90	0.65
10年物国債利回り(%)	2.43	1.98	2.20	1.80	1.85	2.20	2.40	2.45	1.98	2.20	2.75
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.87	0.83	0.83	0.82	0.81	0.80	0.80	0.79	0.83	0.80	0.78
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.56	1.55	1.60	1.56	1.54	1.54	1.53	1.53	1.55	1.54	1.54

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 金利・為替は期末値。3. 在庫投資は統計誤差を含む。4. 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。5. 太字は実績値、その他は野村予測。6. 2012年5月10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

成長見通しの不透明感が強まる

2012年4月は景気先行指数が上昇したものの、成長は下振れた。

景気動向

マクロ経済指標は強弱混在している。低調を示す指標としては、4月の鉱工業生産が前年同月比+9.3%と、3月の前年同月比+11.9%から減速した。また、4月の小売売上（名目）は同+14.1%と、3月の同+15.2%から減速し、2012年1～4月の都市部固定資産投資も前年同期比+20.2%と、1～3月の同+20.9%から減速した。さらに、4月の輸出の伸びは前年同月比+4.9%へ減速した。加工貿易（組立・加工・輸出用部品等）向け輸入は4.1%減少し、5月の輸出が依然として低調な可能性を示唆している。この一方、好調を示す指標もみられる。景気先行指数は2011年11月に底打ちした後、4カ月連続して上昇している。経済協力開発機構（OECD）の中国景気先行指数ならびに製造業購買担当者指数（PMI）もこの数カ月は上昇が続いている。当面の成長は下振れリスクが増大しているものの、向こう数週間は、とりわけ財政面の政策対応が予想されることから、野村では2012年の実質GDP成長率予想を前年比+8.4%に据え置く。

物価動向

2012年3月の消費者物価（CPI）上昇率は、2月の前年同月比+3.2%から同+3.6%へ加速した。食料品CPI、食料品以外のCPI、いずれも前月比で上昇したのがこの背景である。一方、生産者物価（PPI）は前年同月比-0.3%と、2月の+0.1%から下落に転じた。野村では、CPI上昇率は、2012年前半は比較対象となる前年の水準が高く、同+4.0%を下回る水準で推移すると予想している。しかし、12年1-3月期の労働市場の引き締めりは中国経済が依然としてフル稼働が続いていることを示唆しており、インフレ圧力は払しょくされないだろう。野村予想通り2012年後半に成長が加速し、電力料金改革が実施されれば、12年後半にCPI上昇率は前年比+4.0%を上回る水準まで加速する可能性が高い。

財政・金融政策

4月の一連のマクロ経済指標は低調で、政府に対して、明らかに政策緩和を求める圧力がかかっている。中国人民銀行（PBC:中央銀行）は5月12日、預金準備率の0.50%ポイント引き下げを決定した。野村では、向こう数週間で拡張的な財政政策が実施されるとみているものの、失業問題が2009年ほど深刻ではなく、拡張規模は09年の水準を下回ると予想している。また、7月に預金準備率がさらに0.50%ポイント引き下げられるとみている。

リスク要因

この先、野村予想に対する主要リスクを3つ指摘できる。第1に、景気減速に対する政策対応が重要なリスクである。政府の政策緩和が不十分ならば、野村の2012年4-6月期の実質GDP成長率予想に対する下振れリスクとなろう。第2に、直近の経済指標は欧州ならびに米国の景気が下振れる可能性を示唆しており、中国の輸出見通しに暗い影を落としている。第3に、インフレが野村予想以上に加速すれば、政策緩和余地が抑えられよう。

図表 43: 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	8.1	8.2	8.4	8.7	8.4	8.2	9.2	8.4	8.2
消費者物価(前年比%)	6.3	4.6	3.8	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	1.5	1.9	2.0	2.1	2.2	2.0	2.2	1.9	2.2
小売売上高(名目、前年比%)	17.3	17.5	14.9	15.7	16.3	16.8	16.2	15.9	17.1	15.9	16.5
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	24.9	23.8	20.9	20.0	20.5	21.0	21.0	20.6	23.8	21.0	21.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	13.8	12.8	11.6	12.0	12.3	13.0	12.3	12.0	13.9	12.2	12.3
輸出(米ドル建て、前年比%)	20.6	14.3	7.6	10.0	13.0	15.0	13.0	12.0	20.3	11.6	11.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	24.9	20.1	6.9	15.0	17.0	17.0	18.0	18.0	24.9	14.2	16.0
貿易収支(10億米ドル)	63.8	48.1	1.1	30.0	53.9	46.3	-20.2	4.1	155.1	131.3	45.0
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	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	7.06
1年物預金基準金利(%)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	4.00
預金準備率(%)	21.50	21.00	20.50	20.00	19.50	19.50	19.50	19.50	21.00	19.50	19.50
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.40	6.30	6.29	6.18	6.17	6.15	6.11	6.08	6.30	6.15	6.00

注: 1. 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。2. 金利・為替レートは期末値。3. 太字は実績値、その他は野村予測。

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5月14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

図表 44: 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	3.4	3.9	4.3	3.5	3.2	3.36	3.16	3.41
先進国	1.4	1.3	1.7	2.7	2.1	1.6	0.56	0.40	0.43
新興国	6.6	5.9	6.3	6.3	5.3	5.1	6.77	6.40	6.75
米州	2.4	2.6	2.7	4.5	3.5	3.1	2.61	2.29	2.42
米国	1.7	2.3	2.2	3.1	2.1	1.6	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.5	2.2	2.3	2.9	1.7	2.0	1.00	1.50	2.00
ラテンアメリカ	4.2	3.7	4.0	8.6	7.8	7.2	9.60	8.17	8.49
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	2.7	3.5	4.3	6.5	5.2	5.4	11.00	8.00	9.00
チリ	6.0	4.6	5.8	4.4	3.5	3.1	5.25	5.00	5.50
コロンビア	5.9	4.5	4.5	3.7	3.7	3.7	4.75	5.25	6.00
メキシコ	3.9	3.7	3.2	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	6.1	6.2	4.7	3.7	3.8	5.02	4.90	5.27
日本	-0.7	2.5	1.5	-0.3	0.3	0.1	0.05	0.05	0.05
豪州	2.0	2.5	2.8	3.4	1.9	2.9	4.25	3.00	3.50
ニュージーランド(NZ)	2.1	2.7	3.2	4.1	1.7	2.4	2.50	2.75	3.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	7.4	7.0	7.3	5.9	4.5	4.5	6.11	5.95	6.32
中国	9.2	8.4	8.2	5.4	4.0	4.2	6.56	6.56	7.06
香港	5.0	2.4	4.5	5.3	4.3	4.2	0.33	0.40	0.40
インド	7.1	7.1	7.5	9.4	7.1	6.5	8.50	7.75	7.75
インドネシア	6.5	5.8	6.6	5.4	6.1	6.1	6.00	6.50	6.50
マレーシア	5.1	4.4	4.3	3.2	2.6	2.8	3.00	3.00	3.50
フィリピン	3.7	4.6	6.0	4.8	4.0	5.0	4.50	4.00	4.75
シンガポール	4.9	2.7	5.3	5.2	4.8	2.8	0.58	0.40	0.47
韓国	3.6	2.7	4.0	4.0	2.5	3.0	3.25	2.75	3.25
台湾	4.0	2.3	5.2	1.4	1.5	1.6	1.88	1.88	2.13
タイ	0.1	5.5	4.7	3.8	3.4	3.0	3.25	3.00	3.00
欧州先進国	1.3	-0.4	0.9	3.0	2.5	1.8	0.92	0.50	0.50
ユーロ圏	1.5	-0.6	0.7	2.7	2.4	1.7	1.00	0.50	0.50
オーストリア	3.3	1.0	1.7	3.6	2.3	2.0	1.00	0.50	0.50
フランス	1.7	-0.2	0.5	2.3	2.2	1.8	1.00	0.50	0.50
ドイツ	3.1	0.5	1.3	2.5	2.1	1.8	1.00	0.50	0.50
ギリシャ	-6.9	-5.5	-2.0	3.1	0.8	0.1	1.00	0.50	0.50
アイルランド	0.7	0.2	0.9	1.2	1.2	0.8	1.00	0.50	0.50
イタリア	0.5	-2.2	0.0	2.9	3.1	1.9	1.00	0.50	0.50
オランダ	1.3	-0.9	1.1	2.5	2.5	2.0	1.00	0.50	0.50
ポルトガル	-1.6	-4.4	-2.7	3.6	2.8	1.2	1.00	0.50	0.50
スペイン	0.7	-1.7	-1.0	3.1	1.8	1.7	1.00	0.50	0.50
英国	0.7	0.2	1.6	4.5	3.2	2.4	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	4.9	2.0	3.2	4.9	5.6	4.8	4.89	5.09	5.44
チェコ	1.7	-0.7	0.9	1.9	3.4	2.0	0.75	0.75	1.50
ハンガリー	1.7	-1.1	0.3	3.9	6.4	4.3	7.00	6.50	6.00
イスラエル	4.8	2.8	3.0	3.5	2.7	3.3	2.75	2.75	3.25
ポーランド	4.3	3.0	3.4	4.3	4.2	3.3	4.50	5.00	4.50
ルーマニア	2.5	-0.9	1.2	5.8	4.0	3.5	6.00	5.50	5.50
南アフリカ	3.2	2.4	3.5	5.0	5.7	5.5	5.50	5.50	6.50
トルコ	8.5	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. 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、2011 年平均の 111ドル/バレルに対し、2012 年 120ドル/バレル、2013 年 113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 5 月 18 日現在。

出所: 野村グループ

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、一般社団法人 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