

2012年度～2014年度の経済見通し

『日本経済：復興需要低減下で問われる景気回復の持続力』

2012年度実質GDP成長率：+2.2%

2013年度実質GDP成長率：+1.8%

2014年度実質GDP成長率：+0.8%

2012年8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8月13日時点] [2012年5月17日時点]

		12年度 (予)	13年度 (予)	14年度 (予)	12年度 (予)	13年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	2.2	1.8	0.8	2.2	1.7
	<内需寄与度>	2.4	1.6	0.5	2.3	1.6
	<民間内需>	1.7	1.9	0.6	1.6	1.8
	<公的内需>	0.7	-0.2	0.0	0.6	-0.2
	<外需寄与度>	-0.2	0.2	0.3	-0.1	0.2
	民間最終消費支出	1.8	1.4	-0.1	1.6	1.4
	民間住宅投資	2.7	5.7	-4.9	3.4	5.5
	民間企業設備投資	4.1	5.4	5.1	2.4	5.2
	民間在庫品増減<寄与度>	0.1	0.2	0.1	0.3	0.2
	政府消費	1.7	1.2	1.2	1.3	1.3
	公的固定資本形成	7.4	-10.3	-7.2	8.8	-10.2
	財貨・サービス輸出	4.2	5.7	7.1	4.0	5.8
	財貨・サービス輸入	6.1	5.4	6.2	5.2	5.6
	名目国内総支出	1.6	1.8	2.5	1.7	1.9
	GDPデフレーター	-0.7	0.0	1.6	-0.6	0.1
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	1.9	3.7	1.4	2.6	3.8
	国内企業物価	-0.8	0.9	3.6	0.7	0.9
	消費者物価	0.0	0.1	2.8	0.2	0.3
	除く生鮮食品	0.0	0.1	2.7	0.2	0.3
	完全失業率(%)	4.2	4.0	3.8	4.3	4.1
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-5.4	-6.0	-3.6	-6.4	-6.7
	貿易収支(兆円)	-4.5	-4.9	-2.6	-5.3	-5.5
	貿易・サービス収支(兆円)	-6.1	-5.8	-3.4	-6.7	-6.4
	経常収支(兆円)	7.9	10.0	14.0	7.4	9.4

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: 内閣府資料より野村證券作成作成

経済見通し前提表

	2012年度	2013年度	2014年度
ドル円相場(年度平均)	81.0 (84.0)	87.0 (89.0)	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 —
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)	8.0 —
WTI(年度平均、ドル/バレル)	85.0 (103.0)	77.0 (96.0)	71.0 —

注: WTIは米国軽質原油。カッコ内は5月17日時点の前提。

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				14年	
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	1-3(予)
民間最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	301884.5 1.1 0.5	304093.8 0.7 0.9	307811.6 1.2 3.7	308246.9 0.1 3.2	308246.9 0.0 2.1	308586.0 0.1 1.5	309110.6 0.2 0.4	309852.4 0.2 0.5	310813.0 0.3 0.8	312336.0 0.5 1.2	318676.4 2.0 3.1	
民間住宅投資 (前期比) (前年同期比)	13263.0 4.8 8.3	13280.0 0.1 3.4	13065.1 -1.6 0.0	13173.9 0.8 4.3	13318.8 1.1 0.4	13478.6 1.2 1.5	13707.8 1.7 4.9	13995.6 2.1 6.2	14233.6 1.7 6.9	14361.7 0.9 6.6	14103.2 -1.8 2.9	
民間企業設備投資 (前期比) (前年同期比)	64231.4 0.3 -2.3	67771.1 5.5 4.8	66700.6 -1.6 3.0	67726.8 1.5 5.9	67947.3 0.3 5.8	68476.1 0.8 1.0	69287.2 1.2 3.9	70179.7 1.3 3.6	71137.6 1.4 4.7	72224.7 1.5 5.5	74410.4 3.0 7.4	
民間在庫投資 <前期比寄与度>	-2649.0 0.3	-4447.9 -0.4	-2817.7 0.4	-3024.9 0.0	-3224.9 0.0	-2524.9 0.1	-2124.9 0.1	-1924.9 0.0	-1724.9 0.0	-1324.9 0.1	-2624.9 -0.2	
政府最終消費支出 (前期比) (前年同期比)	99690.2 0.2 1.7	100088.2 0.4 1.6	101093.3 1.0 2.3	101389.3 0.3 2.0	101679.9 0.3 2.0	101898.9 0.2 1.8	102255.5 0.4 1.1	102613.4 0.4 1.2	102921.3 0.3 1.2	103230.0 0.3 1.3	103488.1 0.3 1.2	
公的固定資本投資 (前期比) (前年同期比)	21271.0 -1.1 -0.1	21060.1 -1.0 -0.2	21818.8 3.6 8.8	22200.3 1.7 3.9	24387.1 9.9 14.6	23606.4 -3.2 12.1	21834.6 -7.5 0.1	20989.1 -3.9 -5.5	21036.9 0.2 -13.7	20600.9 -2.1 -12.7	20071.0 -2.6 -8.1	
公的在庫投資 <前期比寄与度>	47.8 0.0	30.8 0.0	4.0 0.0	32.6 0.0								
純輸出 <前期比寄与度>	14425.6 0.7 36.6	10633.9 -0.7 -26.3	11840.6 0.1 11.3	11691.7 -0.1 -1.3	10668.8 -0.2 -8.7	10816.1 0.0 1.4	11011.8 0.0 1.8	11387.6 0.1 3.4	11918.3 0.1 4.7	11999.2 0.0 0.7	12278.0 0.1 2.3	
輸出 (前期比) (前年同期比)	84915.7 7.9 1.0	81816.3 -3.6 -2.5	84590.1 3.4 1.0	85578.7 1.2 8.8	85208.1 -0.4 0.3	86008.6 0.9 5.1	87171.2 1.4 3.1	88619.2 1.7 3.6	90163.6 1.7 5.8	91433.6 1.4 6.3	93276.2 2.0 7.0	
輸入 (前期比) (前年同期比)	70490.1 3.4 5.6	71182.4 1.0 5.9	72749.5 2.2 6.7	73887.0 1.6 8.4	74539.3 0.9 5.7	75192.5 0.9 5.6	76159.4 1.3 4.7	77231.6 1.4 4.5	78245.3 1.3 5.0	79434.4 1.5 5.6	80998.2 2.0 6.4	
実質国内総生産 (前期比) (前期比年率) (前年同期比)	511781.0 1.8 7.4 -0.6	512188.4 0.1 0.3 -0.7	519076.0 1.3 5.5 2.9	520836.2 0.3 1.4 3.5	522660.4 0.4 1.4 2.1	523982.1 0.3 1.0 2.3	524732.3 0.1 0.6 1.1	526755.8 0.4 1.6 1.1	530019.2 0.6 2.5 1.4	533131.1 0.6 2.4 1.7	540150.5 1.3 5.4 2.9	
GDPデフレーター (前年同期比)	92.0 -2.1	91.7 -1.8	91.7 -1.3	91.3 -1.1	91.4 -0.7	91.2 -0.5	91.3 -0.4	91.2 0.0	91.2 -0.1	91.2 0.0	91.4 0.1	
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	95.3 1.3 4.8	93.4 -2.0 5.1	94.6 1.3 0.9	95.0 0.4 0.9	96.2 1.3 0.9	97.0 0.8 3.8	97.6 0.7 3.2	98.7 1.1 4.0	99.9 1.2 3.9	
国内企業物価(2005年=100) (前期比) (前年同期比)	102.1 0.1 2.1	101.0 -1.0 1.1	101.2 0.2 0.3	101.1 -0.1 -0.8	100.4 -0.7 -1.6	100.8 0.4 -0.2	100.8 0.0 -0.4	101.1 0.3 0.0	101.6 0.5 1.2	101.9 0.3 1.1	102.1 0.2 1.2	
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	99.9 -0.2 0.2	99.6 -0.3 -0.1	99.5 -0.1 0.0	99.5 0.4 -0.3	99.7 -0.2 -0.2	99.7 -0.1 0.0	99.7 0.0 0.1	100.3 0.6 0.4	
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	99.8 -0.1 0.0	99.7 -0.1 0.0	99.6 -0.1 0.0	99.8 0.2 -0.1	99.7 -0.1 -0.1	99.7 0.0 0.0	99.7 0.0 0.1	100.1 0.4 0.3	
完全失業率	4.4	4.5	4.6	4.4	4.3	4.1	4.1	4.1	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4-6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

復興需要低減下で問われる景気回復の持続力

- ▶ 2012年4-6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するとともに、新たに2014年度の見通しを作成した。前回見直し改定時(2012年6月8日)との比較では、2012年度実質GDP成長率予測値を-0.1%ポイント下方修正して+2.2%(暦年では前回から+0.1%ポイントの上方修正で+2.7%)、2013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-0.2%ポイント下方修正して+1.3%)とした。今回から新たに公表する2014年度は+0.8%(2014暦年+1.6%)と予測する。
- ▶ 2012年4-6月期の実質GDP成長率は、1-3月期の前期比年率+5.5%(同+4.7%から上方修正)から同1.4%と大幅に減速はしたものの、1-3月期の高成長後と言うことを考えれば、堅調に推移したと評価できる。復興需要を反映した公共投資は当初の我々の見通しと比べると小幅の伸びに留まったものの、先行指標である公共工事受注額が急速に回復していることから、当初の予想と比べ後ろ倒しされる形で顕在化することが期待できる。個人消費も閏年効果の反動が見込まれた中で、同+0.1%とプラスの伸びを維持しており、総じて前半は内需主導の回復であったと総括できる。
- ▶ 4-6月期の実質輸出は前期比+1.2%と、海外景気の減速が継続する中で上昇を続けたものの、7-9月期には外需悪化の影響が顕在化し、一時的にマイナス成長に陥る可能性が高い。また、個人消費もエコカー補助金の終了に伴い弱含む可能性がある。ただし、これが日本経済の失速に繋がる可能性は限られよう。中国経済は4-6月期を底に再加速に転じ、米国景気も年率+2.0%程度の成長軌道を辿ると予想される。円高基調の転換も相まって、日本の輸出は徐々に回復基調を強めよう。復興関連の公共投資は年央以降も継続する見込みである。輸出の回復と公共投資の継続が、強気の企業設備投資計画を現実化する誘因となることが期待される。
- ▶ 野村証券では従来から、2014年4月の消費税率3%引き上げを見通しに織り込んでいる。一体改革法成立を受けて政治情勢は俄かに流動化している。今後は、解散・総選挙を巡る攻防、重要法案成立の可否が注目される。金融政策の手詰まり感が高まる中で、日本銀行は追加緩和策として資産買入額の増額と期間延長を組み合わせ、時間軸効果の強化を図ると予想する。

(1) 内需堅調下で高まる海外景気の減速感

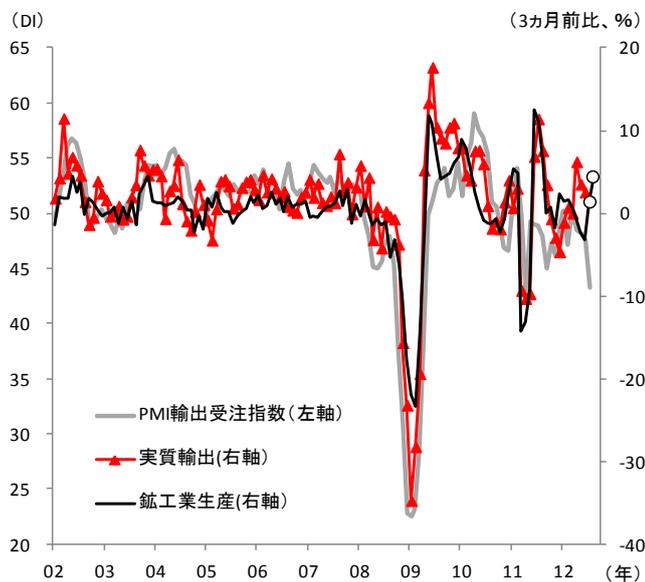
4-6 月期の実質 GDP は予想通り大幅に減速

2012年4-6月期の実質GDP（1次速報）は前期比年率+1.4%（前期比+0.3%）と、4四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+5.5%（同+1.3%）からは大幅に減速した。成長率減速の主因は、個人消費と公的資本形成（公共投資）の減速である。個人消費は1-3月期の前期比+1.2%から同+0.1%へと減速した。ただし、1-3月期の個人消費がエコカー補助金復活の恩恵と閏年効果で上振れていたことを考えれば、むしろしっかりと持ちこたえたと評価できよう。公共投資も同+1.7%（1-3月期同+3.6%）に留まったが、先行指標である公共工事受注額が急速に回復していることから、当初の見込みに比べ後ろ倒しされるかたちで顕在化し、7-9月期もGDP押し上げに寄与すると予想する。

年後半は復興需要による上乗せ部分が剥落するも内需は堅調な推移を予測

2012年前半の日本経済は、タイで発生した洪水被害の反動による輸出反発の恩恵はあったものの、公共投資と個人消費を中心とした内需主導の回復であったと総括できよう。4-6月には民間設備投資が前期比+1.5%、住宅投資も同+0.8%とともに2四半期ぶりに増加するなど、内需に復調の動きが確認できる。7-9月期の個人消費はエコカー補助金の終了による反動が見込まれるが、堅調な雇用・所得環境を踏まえれば腰折れを懸念するような状況ではないであろう。日銀短観（6月調査）等でも示されたように、企業の設備投資計画は強気であり、設備投資の堅調回復を示唆している。内需は年後半も緩やかな回復基調を継続する見込みであり、安定成長継続の鍵は外需の動向が握っていると言える。

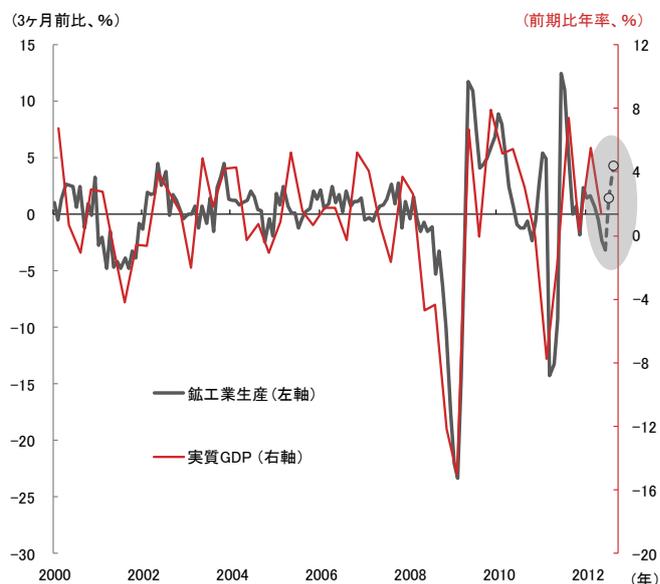
図表 1: PMI 輸出受注指数と生産・輸出の推移



注: 7月、8月の生産は製造工業予測調査に基づく生産計画の3カ月前比。

出所: 日本銀行、経済産業省、Markit 社資料より野村證券作成

図表 2: 実質 GDP 成長率と生産動向



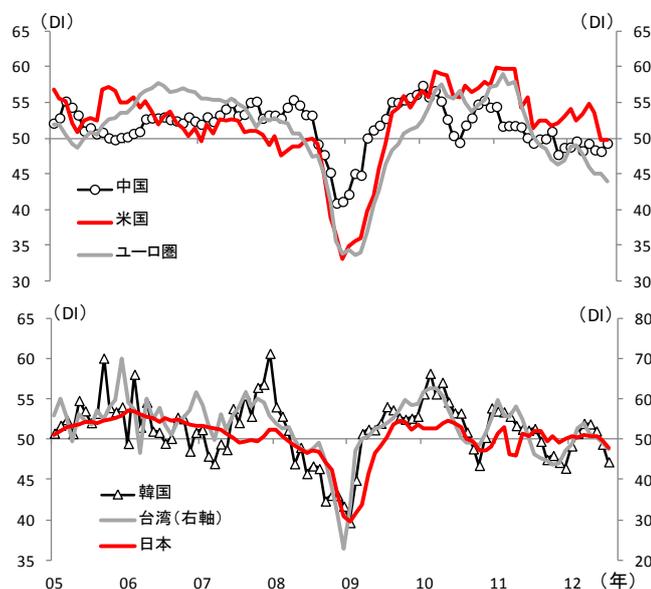
注: 7月、8月の生産は製造工業予測調査に基づく生産計画の3カ月前比。

出所: 内閣府、経済産業省資料より野村證券作成

この点に関しては、依然として楽観視できない状況にある。企業の生産計画は7~8月にかけて生産の大幅な持ち直しを示唆している一方、実質輸出は5月以降減速基調を鮮明化させ、PMI輸出受注などの輸出関連統計も目先は輸出の失速リスクが高まっていることを示している（図表1）。結果、実質GDPに関しても目先は下振れリスクを警戒すべき状況にある（図表2）。

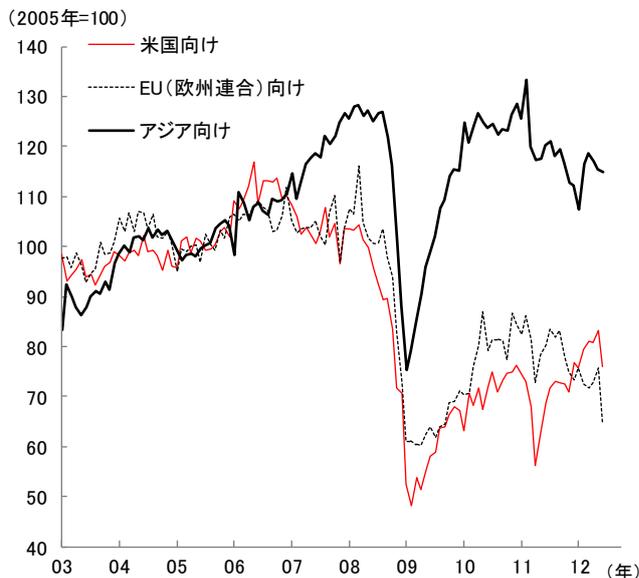
ユーロ圏景気の低迷が続き、中国景気も横ばい圏で推移する中、日本の輸出下振れリスクを高めているのは米国景気の減速である（図表3）。米国のISM製造業指数は4月をピークに下落に転じ、景気判断の分水嶺である50を割り込んだ。欧州でも景況感の悪化基調が鮮明化し、この影響が日本の輸出に及んだだけでなく（図表4）、アジア諸国へも波及している様子が窺われる。

図表3: 各国ISM・PMI製造業指数の推移



出所: Markit 社資料より野村證券作成

図表4: 地域別輸出数量指数の推移



注: 1. 対EU輸出は、2001年1月以降は27ヶ国ベース、それ以前は15ヶ国ベースの前年比を用いて27ヶ国ベースの計数を過去に延長している。2. 季節調整は野村證券が独自に施している。

出所: 財務省資料より野村證券作成

米中景気は持ち直しを予測するが・・・

野村證券では、年後半の米国経済は年率+2.0%弱の成長が続くものの、2013年には+2.5%程度とみられる潜在成長率近辺へと持ち直すと予測している。同じく中国に関しては、7-9月には持ち直しに転じ10-12月期には前年比+8.8%まで加速する見通しである。ただし、ユーロ圏については、欧州債務問題による重石から年末にかけてマイナス成長が続き、2013年も前年比+0.7%程度の成長に留まると考えている。野村の海外見通しを踏まえれば、長引く欧州の不況がどの程度日本経済のマイナス要因となるかが、注目される。

ユーロ圏景気低迷の影響は比較的軽微

結論を先取りすれば、以下の3点からユーロ圏景気低迷が対ユーロ向け輸出を通じて日本経済に悪影響を与える、いわゆる直接効果は相対的に軽微であると考えている。

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

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

図表 5: ユーロ圏景気の各国経済への影響試算

	ユーロ圏外からの輸入（平均伸び率）				各国のユーロ圏向け輸出のシェア	各国のGDPに占める輸出の割合	ユーロ圏の輸入に対する輸出弾性値	ユーロ圏の輸入10%減少の影響	
	景気回復期の平均	景気後退期の平均	前回の景気回復期 <2009年7月～2011年5月>	今回の景気後退期 <2011年6月～>				名目輸出	名目GDP
	（年率、%）	（年率、%）	（年率、%）	（年率、%）				（%ポイント）	（%ポイント）
全体	7.1	-2.6	7.7	-0.2	—	—	—	—	—
日本	5.5	-1.9	5.9	4.0	8.5	15.2	0.1	-0.07	-0.01
中国	12.7	1.1	11.6	3.1	14.0	20.9	2.3	-3.19	-0.67
韓国	8.1	0.2	7.0	0.9	7.3	56.2	1.3	-0.93	-0.52
米国	5.2	-1.4	4.3	3.6	13.3	13.9	0.2	-0.23	-0.03
英国	5.4	-5.9	6.0	-8.2	47.0	34.1	0.3	-1.63	-0.55
スイス	7.0	2.9	9.5	7.6	48.0	51.0	0.6	-3.01	-1.54

注: 1. ユーロ圏は17ヶ国ベース。2. 景気循環日付は経済協力開発機構による。3. 景気回復(後退)期の平均は1999年以降。ユーロ圏輸入10%減少の影響は、ユーロ圏の非加盟国輸入と各国毎の対ユーロ圏向け輸出の弾性値から算出。名目GDPの影響に関しては、波及効果は含まれない。

出所: 各種統計より野村證券作成

第1は、日本は韓国と並んで輸出のユーロ圏依存度が低い点である。全輸出に占める対ユーロ圏輸出の割合を比較すると、日本は8.5%と主要国の中では韓国の7.3%に続いて小さい(2011年実績)。このことは、仮にユーロ圏向け輸出が大きく変動した場合でも、全体の輸出に対する影響が小さいことを示している。

第2は、日本の対ユーロ圏輸出はユーロ圏の輸入変動に対する弾性値が低い点である。このことは、ユーロ圏景気の変動に対して、日本の輸出が影響を受け難いことを示している。実際、過去の景気回復・後退局面における対ユーロ圏輸出や前回の景気回復局面(2009年7月～2011年5月)と今回の景気後退局面(2011年6月以降)における対ユーロ圏輸出を比較すると、日本の振幅が相対的に小さいことが見て取れる。

第3は、GDPの輸出依存度が相対的に低い点だ。日本では内需が長期低迷を続けてきたこと、輸出品の高付加価値化を指向してきたことから、景気循環は輸出の影響を大きく被ってきた。ただし、輸出の対ユーロ圏依存度が低く、ユーロ圏景気に対する弾性値も小さいことを踏まえれば、GDPの輸出依存度が低いことが、ユーロ圏景気の日本経済に対する影響をより抑制する方向に作用していると言えよう。

日本経済に対する最大のリスクは中国景気の失速、伸び悩みであろう。中国は日本にとっては最大の輸出相手先であり、近隣アジア諸国への影響も大きい。ユーロ圏は中国にとっては最大の輸出相手先であることから、日本にとってユーロ圏景気の低迷は中国を経由した間接的な影響がむしろ懸念される。

我々は、7-9月期は公共投資が、10-12月期以降は設備投資が下支えする形で、内需は堅調に推移すると見込んでいる。年末以降は、中国景気再加速を契機に、日本経済は安定成長軌道へと回帰すると予想している。輸出の回復が、強気の設備投資計画を現実化する誘因となることも期待される。今後は、金融・財政緩和の恩恵を受け、中国景気が回復に転じるタイミングを注視したい。

(2) 「デカップリング」が再度明確になる可能性

実質輸出は7-9月期に掛けて減速の見込み

4-6月期は、日本を除いて世界的に景気減速傾向が強まった。債務問題に苦しむ欧州は言うまでもなく、春先から停滞感が強かった中国では実質GDP成長率が前年比+7.6%となり、2009年1-3月期以来、13四半期振りに同+8.0%を割り込んだ。米国も雇用・個人消費が弱含んだことによって、同期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と伸び悩んだ。日本の実質輸出は前期比+1.2%と堅調を維持したが、月次統計では5月以降の実質輸出が弱含んでいる。7-9月期に掛けて、日本の輸出には海外景気減速の影響が色濃くなる（図表6）。

中国でいち早く景気持ち直しがみられると予想

しかし、直近の経済統計の中には、世界景気減速に歯止めが掛かり始めた可能性を示唆するものもある。特に持ち直しが期待されるのは、財政・金融政策を発動した中国であろう。早晩、中国経済は再加速する可能性が高い。野村の中国担当エコノミストも、中国経済が7-9月期にも持ち直すとの見方をとっている（図表7）。

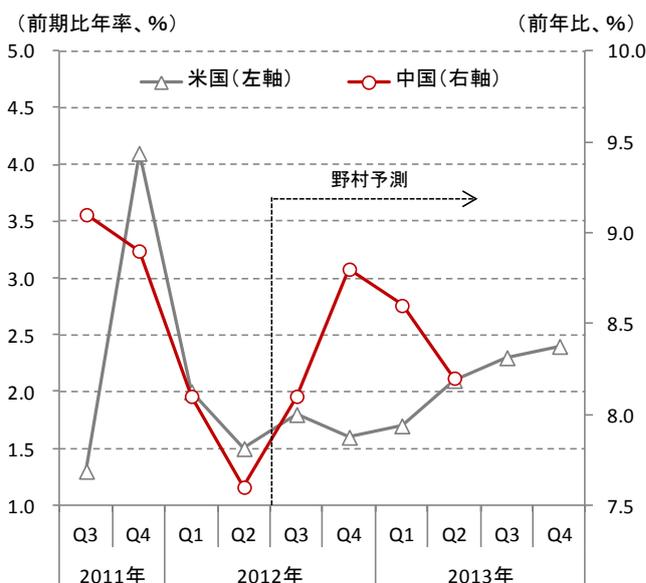
図表 6: 地域別輸出数量指数の推移



注: 1. 対EU輸出は、2001年1月以降は27ヶ国ベース、それ以前は15ヶ国ベースの前年比を用いて27ヶ国ベースの計数を過去に延長している。2. 季節調整は野村証券が独自に施している。

出所: 財務省資料より野村証券作成

図表 7: 中国・米国の実質GDP成長率見通し



出所: 野村証券

注意したい「間接輸出」の動向

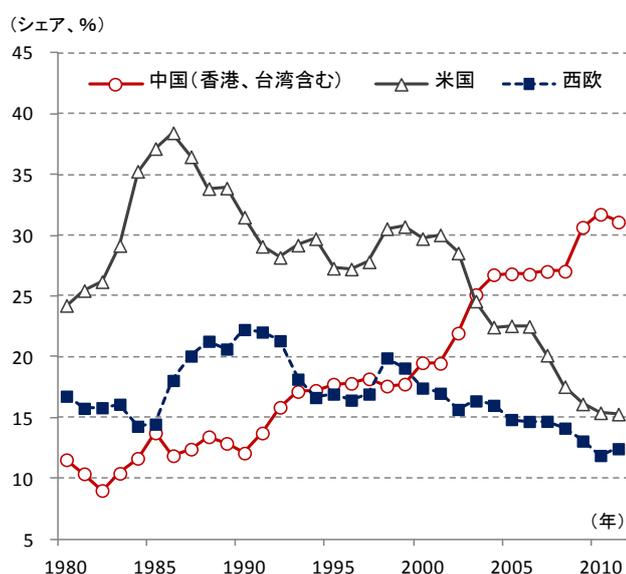
中国が日本の最大の輸出相手国であることを踏まえれば、中国景気持ち直しは日本経済にとって好ましい事態である（図表8）。しかし、ここで「間接輸出」の動向に注意する必要がある。間接輸出とは、日本から輸出した生産財が、中国などの第三国において加工・組立され、米国などの最終消費地に再び輸出されるような貿易構造を指す。2000年前後から日本の中国向け輸出が急増したが、その背景には、中国を経由した米国向け輸出の伸びがあったと言われ

ている。仮に間接輸出の影響が現在も大きいのであれば、中国経済単独の持ち直しではなく、米国経済の回復が日本の輸出回復にとって不可欠ということになる。

低下傾向に転じたとみられる米国向け間接輸出比率

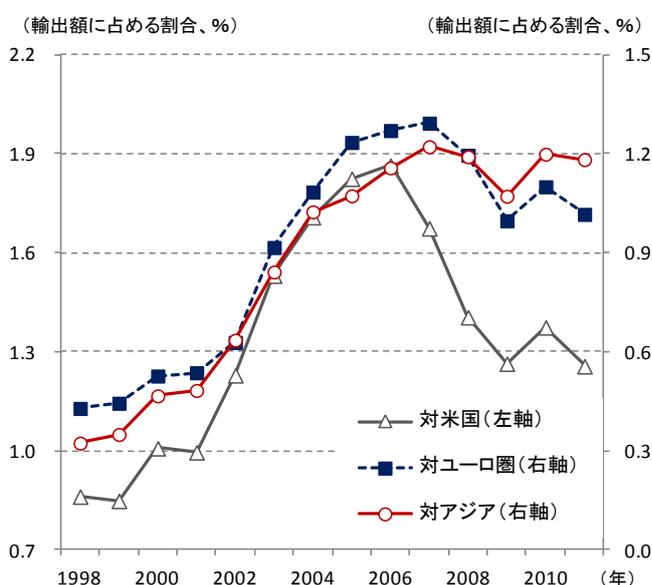
そこで、中国を経由した米国/ユーロ圏/アジア（中国・日本除く）向け輸出が、日本の輸出総額に占める割合（＝間接輸出比率）を試算したのが図表9である。2006年にかけて米国向け間接輸出比率は急速に高まったが、その後は低下し、足元は安定的であることが分かる。米国経済が日本の中国向け輸出に与える影響は緩和されているとみて良いだろう。7-9月期以降の中国経済の持ち直しを受け、日本の輸出も10-12月期には回復に向かうと我々は考えている。

図表 8: 国・地域別輸出シェアの推移



出所: 財務省資料より野村證券作成

図表 9: 中国を経由した間接輸出比率の動向



注: 中国を経由して米国、ユーロ圏、中国・日本を除くアジアに輸出される「迂回輸出」が、日本の輸出総額に占める割合を示している。方法はIMF(2008)に従い、日本からの輸出に占める中国向け輸出の比率に、中国のGDPに占める米国/ユーロ圏/中国・日本を除くアジア向け輸出の比率を掛けたものを、間接輸出比率としている。

出所: IMF(国際通貨基金)、UN(国際連合)、内閣府資料より野村證券作成

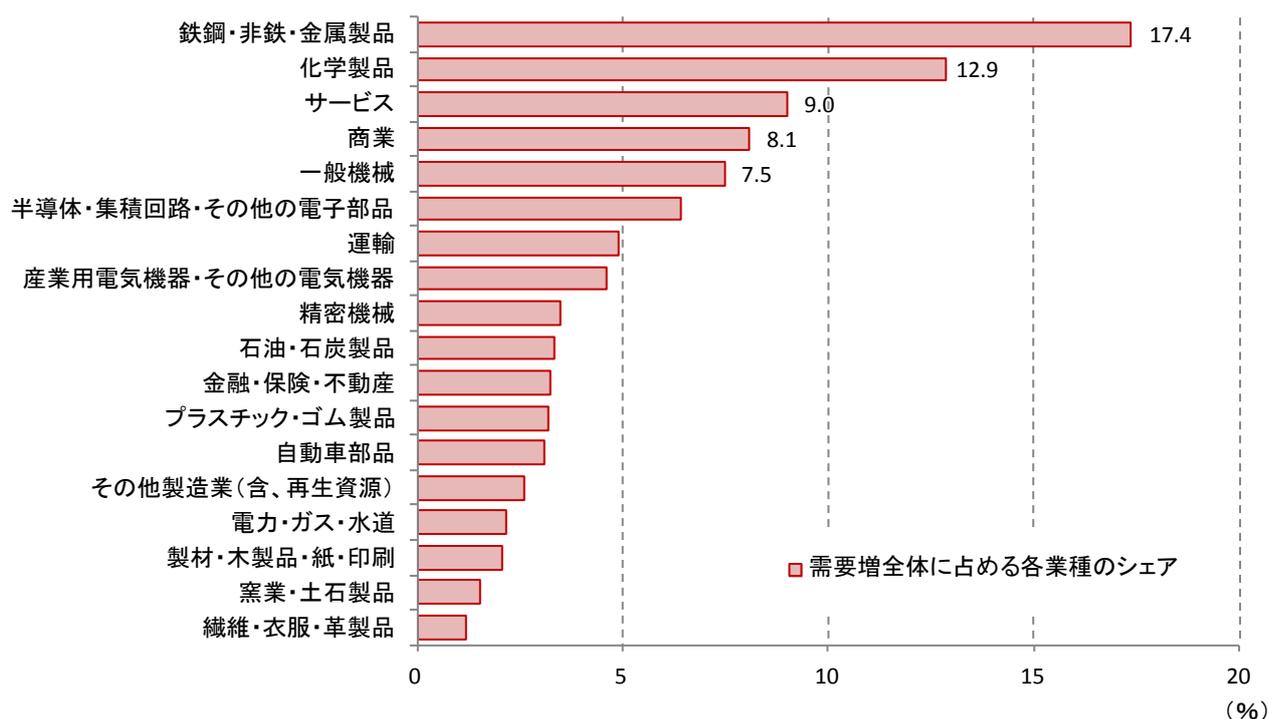
中国の公共事業が日本の製造業に与える影響

中国経済が公共事業を中心に持ち直すことを踏まえ、「2007年日中国際産業連関表」を用いて日本の産業への影響を試算した。図表10には、中国で公共事業が行われた際に、日本に生じる追加需要がどのような割合で各業種に割り振られるかを示した。試算によれば、恩恵を受けやすいのは、製造業では鉄鋼・非鉄・金属製品、化学製品、一般機械などであることが分かった。中国経済が持ち直すに従い、これらの業種に順次好影響が及ぶことが予想される。

「デカップリング」再び？

上記の見方は、2007年ごろに喧伝された「デカップリング」の議論を彷彿とさせる。米国発のリーマンショックが世界経済を同時不況に陥れたため議論は下火になったものの、デカップリングは継続していると考えてよいだろう。実際、IMFの予測によれば、2013年にも世界GDPに占める新興国の割合は50.9%に達する。日本経済にとって米国を中心とした先進国経済の重要性は高いものの、新興国経済が世界経済に対して持つ影響力は着実に強まり続けている。こうした変化が、日本の輸出に与える影響にも注意しておきたい。

図表 10: 中国の公共事業によって生まれた日本への追加需要が、各産業に割り振られる構成比



注：「2007年日中国際産業連関表」を用い、中国国内で公共事業が行われた時に日本の各産業が受ける需要増について、その影響の相対的な大きさを示した。なお、中国国内の公共事業による内生部門・付加価値部門への投入は、「昭和50年産業連関表」(日本)のデータを使用した。また、付加価値部門への投入のうち、「賃金・俸給」部分には当時の日本の貯蓄率を掛けた分、「営業余剰」「資本減耗引当」に関しては同様に「設備投資/営業余剰」比率を掛け合わせた分、「家計外消費支出」を、産業連関表を用いて再び各業種への需要に振り分けている。「2007年日中国際産業連関表」と「昭和50年産業連関表」の業種編成の違いは、日本標準産業分類に従って野村證券が調整した。

出所：内閣府、経済産業省、総務省資料より野村證券作成

(3) 設備投資には下方リスクも

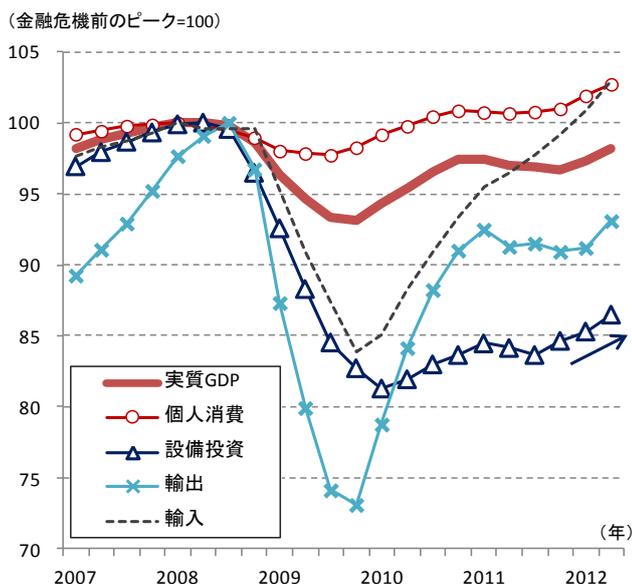
緩やかな回復基調が続いてきた設備投資

4-6月期の設備投資は前期比+1.5%となり、1-3月期の同-1.6%から増加に転じた。依然として緩やかな動きだが、設備投資は昨年末より回復基調を辿っている(図表11)。4-6月期には世界的に景気減速感が強まった上に、ギリシャでの総選挙実施に伴う金融市場の混乱など、世界経済の先行き不透明感が高まったことを踏まえれば、足元までの設備投資は底堅く推移したと評価してよからう。

目先は弱含む可能性が出始めた

しかしながら、関連統計は設備投資が目先弱含む可能性を示唆している。例えば、4-6月期に前期比+3.0%と堅調な伸びを示した資本財出荷は、輸送用資本財が大きく寄与した一方、製造設備用の資本財は2四半期連続でマイナスに寄与している（図表12）。輸送用資本財の増加に寄与してきたエコカー補助金制度の終了が視野に入っていることを踏まえれば、設備投資は今後勢いを欠く可能性がある。設備投資の先行指標とされるコア機械受注（船舶・電力除く民需）も、4-6月期は同-4.1%となり、2009年1-3月期の同-5.3%以来の下げ幅となった。加えて、7-9月期の受注見通しも同-1.2%と弱気である。

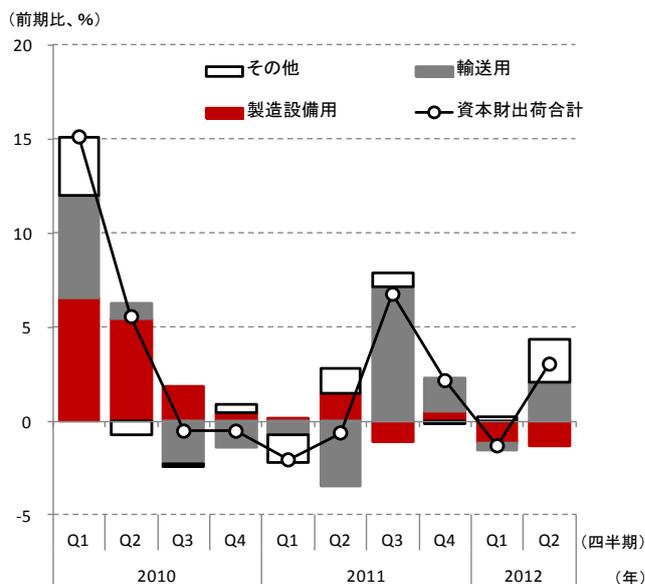
図表 11: 設備投資は緩やかな回復基調に



注: 各需要項目は実質値、4四半期後方移動平均を取り、金融危機前のピークを100として指数化した。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 12: 目的別・資本財出荷の内訳



注: 「その他」は製造設備用、輸送用以外のすべての資本財出荷が含まれている。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

ただし、回復基調は維持されよう

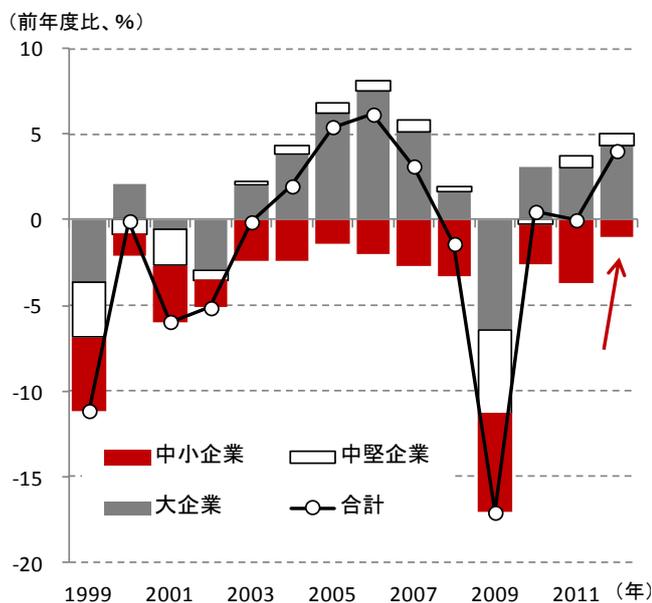
ただし、「設備投資は底堅く、緩やかな回復基調を継続する」との見方は維持している。主因は、日銀短観（6月調査）で、2012年度の設備投資計画が依然として堅調だったためである（図表13）。日本政策投資銀行による設備投資調査（6月調査）でも、2012年度の国内設備投資（名目）は前年度比+12.2%と強気である。これは2006年度の同時点における同+12.9%に次ぐ高い伸びであり、設備投資が底堅く推移するという我々の見方と整合的である。

強気な中小企業の設備投資計画の含意

また、今年度の設備投資計画の特徴は、中小企業が強気な点である。日銀短観において、全設備投資に占める中小企業のウェイトは15%程度と大きくはない。しかし、中小企業は設備投資計画を保守的に策定することから、減多に計画が下方修正されないことで知られている。実際、リーマンショック後も下方修正はほとんど行われず、修正幅も小幅だった（図表14）。海外景気減速が企業の景況感を悪化させるとしても、年度を通した設備投資の着地点や基調に与える影響は限定的となる。

輸出の減速とそれに伴う企業のマインド悪化により、設備投資は一時的に弱含む可能性が高い。しかし、我々は年末には輸出が持ち直すと見込んでおり、設備投資についても、比較的短期間のうちに持ち直し始めると考えている。

図表 13: 設備投資計画(6月調査)の規模別内訳



注：いずれの年も6月調査時点の計数。

出所：日本銀行資料より野村證券作成

図表 14: 設備投資計画の修正幅(中小企業・日銀短観)

年度	(%ポイント)				実績見込み 実績
	3月調査 6月調査	6月調査 9月調査	9月調査 12月調査	12月調査 実績見込み	
1990	11.3	11.5	-1.0	2.3	-2.5
1991	8.6	5.9	7.2	0.9	4.7
1992	-1.9	2.9	1.0	2.0	3.3
1993	3.7	1.3	3.8	1.8	-0.5
1994	13.0	4.5	7.9	2.4	0.7
1995	6.4	4.7	2.0	1.9	2.4
1996	9.6	5.2	6.0	0.2	2.9
1997	5.4	4.0	1.9	-0.4	2.5
1998	0.1	2.4	1.7	7.2	4.6
1999	0.5	2.9	6.2	0.1	8.5
2000	-0.8	1.0	3.8	0.3	4.1
2001	2.4	4.6	5.9	1.0	3.1
2002	6.9	2.7	2.5	-2.7	3.9
2003	1.4	7.7	5.8	6.6	5.4
2004	4.0	7.0	7.4	7.3	3.1
2005	8.5	5.7	5.9	5.0	2.1
2006	5.1	7.9	8.2	-1.5	5.2
2007	1.4	5.8	5.9	3.5	3.2
2008	4.0	7.3	1.3	-0.4	2.2
2009	-1.0	3.3	2.6	7.2	1.8
2010	3.9	0.5	6.7	6.0	4.3
2011	-0.4	7.2	5.4	3.8	5.8
2012	6.3	-	-	-	-

注：設備投資計画の修正幅。全産業・中小企業の計数。

出所：日本銀行資料より野村證券作成

(4) 2014年度の個人消費は消費増税の影響で前年比-0.1%と予測

2012年後半以降の個人消費の伸びは減速へ

2012年4-6月期の実質民間最終消費支出は前期比+0.1%と、1-3月期の同+1.2%から大幅に減速したものの、プラスの伸びを維持した。雇用情勢が堅調に推移していることから、個人消費が腰折れするとはみていないが、震災からの反動増の一段落や、エコカー補助金等の政策効果の剥落などから、2012年後半以降の伸びは2011年度に比べて大きく減速すると見込まれる。2013年度後半からは、2014年4月の消費税率3%ポイント引き上げの影響により、大きく振れる展開となろう。

税率引き上げ前後は、駆け込み需要とその反動減により消費が大きく振幅

消費税率引き上げの個人消費への影響は、駆け込み需要及びその反動減と、実質的な可処分所得の減少による消費等の減少、の2つに分けられる。

駆け込み需要とその反動減については、旧経済企画庁の推計によれば、1997年4月の2%ポイント引き上げ時は、耐久消費財については消費支出の10%程度、半耐久消費財については2%程度の駆け込み需要が観察されている。消費全体の駆け込み額は約1.8~2.7兆円、消費支出の1%程度であったとみられる。

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としてい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あり、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前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。

駆け込み消費が生じた時期は、引き上げの2四半期前が約13%、1四半期前が約87%となっている。駆け込み消費額は、消費税率引き上げ1%ポイントにつき0.5%の増加という単純計算はできないが、仮に、3%ポイント引き上げの際は2%ポイント引き上げ時の1.5倍の影響があると仮定して試算すると、3%ポイント引き上げ時の推計駆け込み消費額は2.7~4.0兆円、消費支出の1.4%程度となる。そして、引き上げ後の2四半期程度は、駆け込み消費分の反動減が生じることが見込まれる。

2014年度の個人消費伸び率は1%ポイント程度押し下げられると試算

次に、消費増税による実質的な可処分所得の減少を通じた個人消費及び実質GDPへの影響について、内閣府の短期日本経済マクロ計量モデル（2011年版）を使用して試算した（図表15の「増税分」）。今回は2年間のうちに2回にわたって税率が引き上げられるため、個人消費及び実質GDPは2014~17年度の3年間押し下げられると試算される。駆け込み消費及びその反動減も勘案すると、個人消費伸び率は2014年度-0.96%ポイント、2015年度-0.69%ポイント、2016年度-1.15%ポイントの押し下げとなり、大きな影響を受けよう。実質GDPは2014年度から3年間にわたって、1年当たり0.5~0.6%ポイント程度押し下げられる見込みである。足元の潜在成長率がゼロ%台半ばと見込まれる中では無視できない大きさと言えよう。なお、図表16には、四半期でみた消費税率引き上げの影響を示している。

図表 15: 消費税率引き上げのマクロ経済への影響

(%ポイント)			
	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

図表 16: 個人消費予測



注: 「消費税率引き上げの影響」は2014年4月に消費税率を3%ポイント引き上げた場合の実質個人消費への影響を示す。

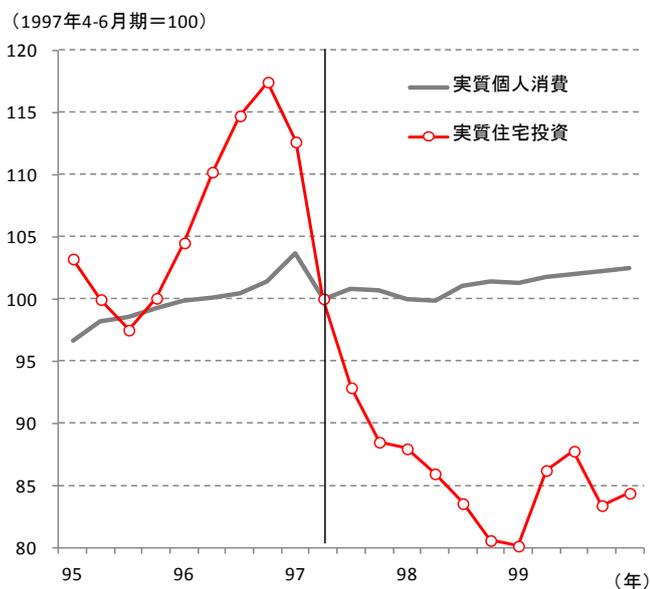
出所: 内閣府、旧経済企画庁資料より野村證券作成

(5) 住宅投資も消費増税の影響を大きく受ける可能性

駆け込み需要及びその反動減は個人消費よりも大きい

住宅投資はGDPに占める比率が小さいことから、個人消費ほど経済成長率に与える影響は大きくないが、1997年4月の消費税率引き上げ前後の変動は個人消費に比べ非常に大きかった(図表17)。1995年1月に発生した阪神・淡路大震災の復興需要と、その他の住宅需要とを区別して考えると、復興需要以外の住宅着工は1996年4-6月期から、すなわち消費税率引き上げの1年程前から増加している(図表18)。この増加には、消費増税前の駆け込み需要と、前年に震災の影響で着工を控えた反動、の2つが反映されていると考えられる。住宅着工は1997年1-3月期、すなわち消費税率引き上げの1期前から減少し始め、その後約2年間にわたって大幅に減少した。この減少には、消費増税後の反動減、消費増税による可処分所得の減少を反映した住宅需要の減少、景気後退(金融危機の発生)による住宅需要の減少、の3つが反映されていると考えられる。

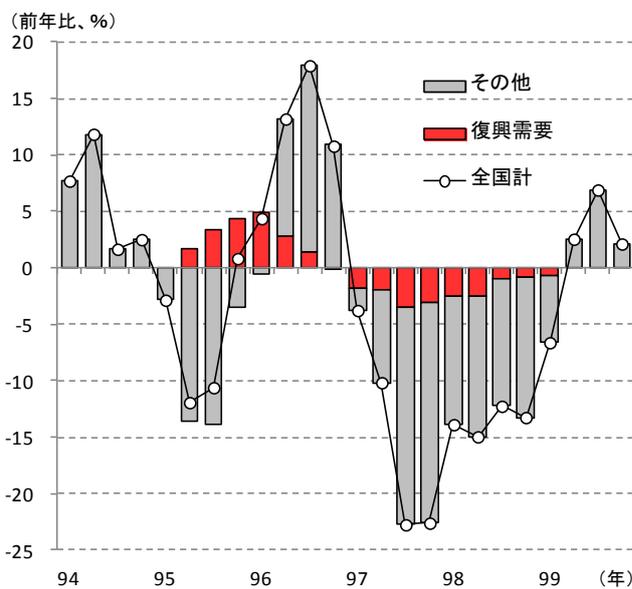
図表 17: 1997年4月の消費税率引き上げ前後の個人消費及び住宅投資の水準



注: 消費税率が2%ポイント引き上げられた1997年4-6月期を100として表示。

出所: 内閣府資料等より野村證券作成

図表 18: 1997年4月の消費税率引き上げ前後の住宅着工戸数の推移



注: 復興需要は、兵庫県における1987~94年の平均住宅着工戸数を上回った部分と仮定して試算。

出所: 国土交通省、兵庫県資料より野村證券作成

震災の復興需要が存在する点は前回と似ているが、異なる点も

前回の消費税率引き上げ時と今回との共通点としては、震災の復興需要が顕在化する時期と、駆け込み需要が発生するとみられる時期とが重なっていることが挙げられる。ただし、住宅市場の大きさや復興需要の規模などの点で、前回と今回とは異なっている。野村の試算によれば、阪神・淡路大震災後の復興需要の規模は約13.6万戸と試算しており、これは1994年の全国住宅着工戸数157.0万戸の8.7%に相当する。東日本大震災後の復興需要は約18万戸と見積もっているが、2011年の全国住宅着工戸数が83.4万戸へと縮小しているため、年間住宅着工戸数に対する割合は2割強に上る。そのため、住宅市場へ与える影響は今回の復興需要のほうが大きくなると考えられる。消費増税に

対して被災地に何らかの配慮がなされなければ、復興需要の顕在化が消費税率引き上げ前後の住宅投資の振幅を前回以上に大きくさせる可能性がある。

また、前回と異なる点としては、1997年後半は住宅バブル崩壊の後遺症などから大手銀行・証券会社が相次いで破綻したことが挙げられる。消費増税を主因とする住宅投資の減少と、景気後退（金融危機の発生）による住宅投資の減少を峻別することは困難だが、今回の税率引き上げ後は1997年当時ほど住宅投資が大幅に減少する可能性は小さいと考えられよう。

(6) 特殊要因に翻弄される物価上昇率

物価上昇率は需給ギャップの縮小を反映して趨勢的には上昇へ

足元のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価）上昇率は、依然として前年比ゼロ%近辺で低空飛行を続けている。日本経済は当面は潜在成長率と目されるゼロ%台半ばを上回る成長を続けると見込まれることから、負の需給ギャップの縮小に伴って、趨勢的には物価は上昇に向かうと予想している。ただし、物価の基調は依然として弱く、当面は低い上昇率に留まることになろう（図表 19）。

図表 19: コア CPI 予測



注：1.コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。2.「消費税率引き上げがなかった場合」は、2014年4月の消費税率3%引き上げがなかった場合の物価上昇率。

出所：総務省資料より野村證券作成

図表 20: 想定される物価変動要因

	日程	内容	コアCPIへの影響
(1)	2012年9月	東京電力が家庭向け電気料金を平均8.46%引き上げ	0.10%ポイント程度押し上げ
(2)	2013年1月	スマートフォンを物価指数に組み入れ	スマートフォンの価格下落が大きければ、コアCPIの押し下げ要因に。5%の下落でコアCPIを0.14%ポイント程度押し下げ。
(3)	2013年2月	テレビの調査銘柄変更による影響(前年比)が終了	押し下げ要因(2012年2月に調査銘柄が変更された際は0.31%ポイントの押し上げ要因となった)
(4)	2013年度中	傷害保険料の1割程度の引き上げ	10%の引き上げで0.14%ポイント程度押し上げ
(5)	2014年4月	消費税率を3%ポイント引き上げ	約2.3%ポイントの押し上げ
(6)	2015年10月	消費税率を2%ポイント引き上げ	約1.5%ポイントの押し上げ

注：1.コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。2. (1)、(3)、(5)の要因は予測に反映させているが、それ以外は詳細が不明なことや予測期間外の事象のため、予測には反映させていない。

出所：総務省資料、各種報道等より野村證券作成

テレビの調査銘柄変更は2013年にはコア CPI 押し下げ要因に

物価の変動幅が極めて小さくなってから、特殊要因が物価に与える影響が目立つようになっている。直近では、2012年2月にテレビの調査銘柄の変更によってテレビ価格が急上昇し、テレビ1品目だけでコア CPI 上昇率を

+0.31%ポイント押し上げた。ただし、2013年2月には前年比でみたこの影響が剥落することから、逆にコアCPI上昇率は押し下げられると予想される（図表20）。

また、総務省は2013年からスマートフォンを物価指数に組み入れることを検討していると報じられている。スマートフォンは価格競争が激しく、スマートフォンの価格下落率が大きければ、コアCPI上昇率の押し下げ要因となることが懸念される。

一方で、コアCPI押し上げ要因も

また、コアCPI上昇率の押し上げ要因としては、2012年9月の東京電力の家庭向け料金の8.46%値上げが挙げられる。また、2013年度中には傷害保険料の1割程度の引き上げが予定されている。傷害保険料10%の引き上げでコアCPI上昇率は0.14%ポイント押し上げられると試算される。更に2014年4月の消費税率3%ポイント引き上げは、1997年4月の2%ポイント引き上げ時の経験から、コアCPI上昇率を約2.3%ポイント押し上げると見積もっている。

これらの特殊要因のうち、電気料金値上げとテレビの調査銘柄変更の影響、消費税率の3%ポイントの引き上げは、野村の予測に反映されている。ただし、スマートフォンの物価指数への組み入れや傷害保険料の引き上げに関しては、なお詳細が不明なことから、予測に明示的に組み入れていない。そのため、これらの要因により物価が予想外に上下する可能性には留意が必要である。

(7) 雇用・所得環境は一時的な悪化局面を経て、底堅い推移となろう

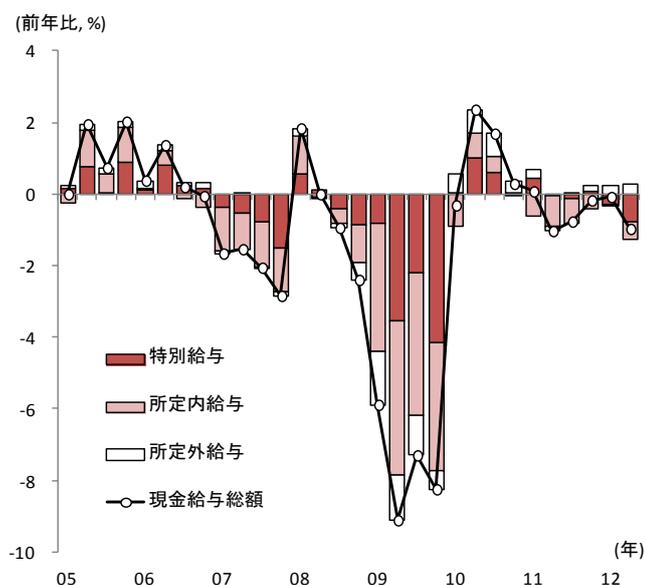
4-6月期の雇用・所得環境の悪化は一時的

2012年4-6月期は失業者数が前期比-3.4%と減少したものの、雇用者数が減少（同-0.2%）、労働参加率が低下（同-0.2%ポイント、59.0%）する形で、消極的な意味での失業率改善（前期差-0.2%ポイント、4.4%）となった。他方、所得も小幅悪化した。2012年4-6月期の総所得（1人あたり所得×雇用者数）は前年同期比-1.0%と5四半期連続で減少した（図表21）。内訳を見ると、景気の回復に伴って所定外給与が前年同期比で押し上げに寄与（前年同期比寄与度+0.3%ポイント）したものの、特別給与が同-0.8%ポイント、所定内給与は同-0.5%ポイントと低調に推移した。所得・雇用を取りまく環境は4-6月期にやや悪化したと言えるが、野村証券ではこれは一時的な現象であると見ている。

企業の景況感と生産計画の持ち直しが雇用回復に繋がろう

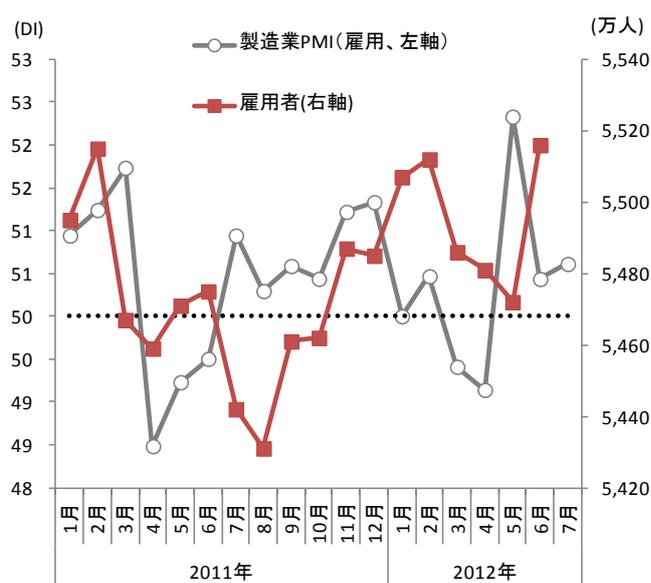
雇用が一時的に悪化した背景として企業景況感の悪化が挙げられる。4-6月期の景気ウォッチャー調査・企業動向関連DIは4月に景気判断の分水嶺である50を割り込んで以降、3カ月連続で低下した。同調査によれば、景況感悪化の背景として、欧州政治情勢の混迷や金融市場の不安定化を受けた円高の再燃と、円高による製造業受注の海外勢への流出が挙げられた。企業景況感の悪化を背景に、雇用関連DIは5月には6カ月ぶりに低下した。雇用者数と比較的整合的な動きをする製造業PMI雇用指数は3月・4月に悪化、かつ判断基準の50を下回った（図表22）。これは、雇用者数が前月比で減少した時期（3～5月）と一致している。しかし、我々は今後2、3カ月に関しては、雇用の悪化に歯止めがかかると考えている。周辺統計を見ると7月のPMI雇用指数は50.6と改善、生産もまた4-6月に落ち込んだが、製造工業予測調査によれば7-9月期にかけては再び増産に転じる見込みである。これら2点を根拠に、雇用者数が今後一層悪化することは回避され、雇用環境は緩やかに回復に向かうと予想する。

図表 21: 総所得の要因分解



出所: 厚生労働省資料より野村證券作成

図表 22: PMI と雇用者数



出所: 総務省、Markit 社資料より野村證券作成

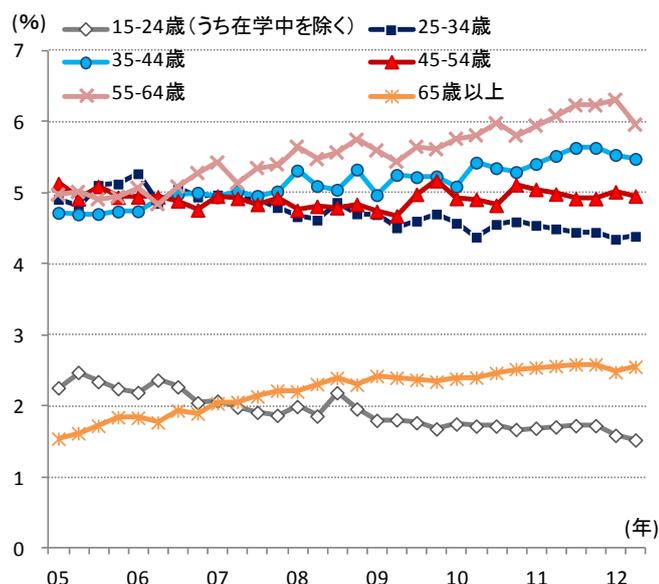
数字上は弱く映る所得だが、景気回復を反映した推移に

4-6月期の総所得は数字だけを見ると悲観的に捉えがちであるが、悪材料ばかりではない。4-6月期の総所得における下振れは特別給与が主因である。この時期の特別給与は震災発生後の先行き不透明な中で決定されたものであるため、大きく全体を押し下げた。しかし、日銀短観6月調査（全規模・全産業）に見られるように、12年度の経常利益は前年度比+3.4%の増加を見込んでおり、特別給与は今後上昇することが期待される。また、所定外給与については、景気が回復するにつれて残業時間が増加し、残業代が支払われるという形で、3四半期連続で増加に寄与している。我々の実質GDP成長率予測に基づいて1人当たり所定外所得を試算すると、15年1-3月期まで前年比で増加基調が続く見通しである。一方、所定内給与は6四半期もの間総所得の押し下げに寄与している（12年1-3月期は、ほぼ同0%ポイント）。この主因はパート比率上昇にあり、一般雇用者及びパート雇用者における一人当たり所定内給与はむしろ12年以降に増加した。以上を踏まえれば、雇用の非正規化が日本の総所得改善を阻害していると言える。

非正規化による所得損失が大きい年齢層は「45歳以上 54歳以下」

全雇用者数に対する非正規雇用者数の割合は55-64歳の年齢層で高まっている（図表 23）。背景には定年を控えた世代が延長雇用を希望する際に非正規雇用を選択する可能性が考えられる。他方、非正規雇用者が全員正規雇用を希望していると仮定し、正規雇用者であれば得られた所得と現在の所得との差額を「所得損失」とした場合、最も損失が大きいのは45-54歳の年齢層となった（図表 24）。人口構成を考慮すると、今後3年間にわたり唯一当年齢層の損失だけが拡大傾向を続け、2015年には0.7兆円（総雇用者所得の3.4%）に達する見込みである。また、当年齢層の消費は全消費の20%強と相対的に大きい。民主党政権は「日本再生戦略」において、新規市場の創設による雇用増加や若年層の雇用拡大を掲げている。政策効果を高め、より効率的に消費拡大へと繋げるためには、若年層に加え40-50歳代の雇用流動化の促進という視点も重要であろう。

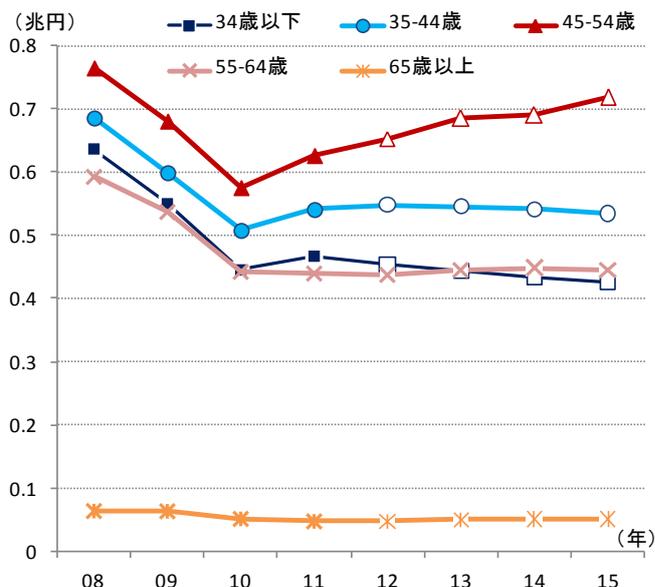
図表 23: 全雇用者に対する非正規雇用者の割合



注：雇用者数は役員を除く。

出所：総務省資料より野村證券作成

図表 24: 非正規化による所得損失



注：1. 所得損失＝(正規雇用者年間収入－非正規雇用者年間収入)×非正規雇用者数。2. 正規(非正規)雇用者年間収入＝きままって支給する現金給与額＋年間賞与＋その他特別給与。3. 白抜きは推計値。4. 推計値は賃金を直近から一定にし、将来人口推計に基づいて試算した労働者数を乗じて算出した。

出所：国立社会保障人口問題研究所、厚生労働省資料より野村證券作成

(8) 金融政策手詰まり感解消の鍵は時間軸の強化

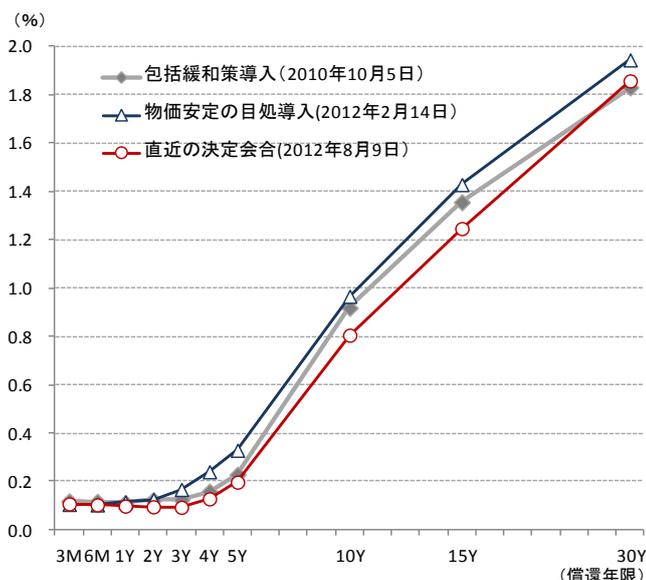
金融市場に蔓延する日銀の政策手詰まり感

金融市場では日本銀行（以下、日銀）に対する追加緩和期待が依然として根強い一方で、現行の包括緩和政策に対する手詰まり感が高まっている。その背景として、第1に2010年10月に導入された現在の包括緩和策は、事実上のゼロ金利政策下で、量的緩和策、信用緩和策、時間軸効果と現在想定され得る金融緩和策が概ね盛り込まれていることがあろう。第2には、追加緩和策による短期金利低下余地は限られる上、更なる金利低下による景気浮揚効果を期待し難い点が挙げられる。資産買入等基金を通じた国債買入額の増額に伴い、日本国債の利回り曲線のブルフラット化（金利低下を伴う平坦化）が進行し、10年債利回りは一時0.7%台と2003年来の低水準を記録、直近の金融政策決定会合が開催された8月9日時点では3年債利回りまでが0.1%を下回っている。第3には、利回り曲線の更なるブルフラット化は、短期金融市場の機能低下や金融機関の収益機会の圧迫など、副作用も懸念される点が挙げられる。

新審議委員は緩和策見直しの必要性に言及

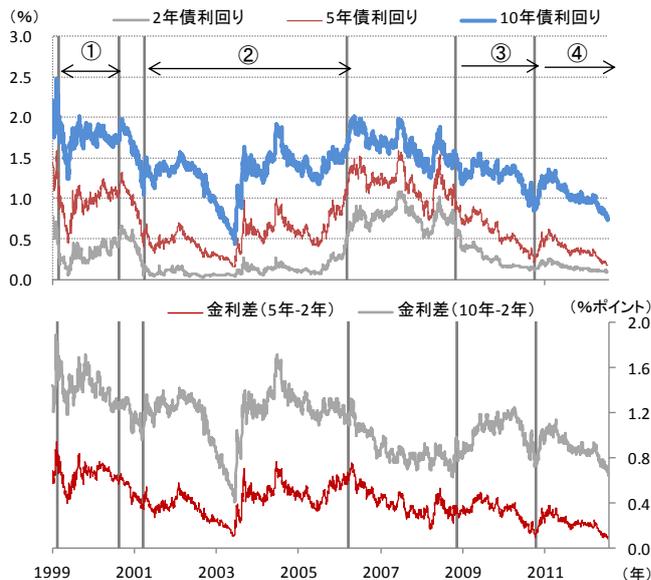
7月24日に就任した2名の新審議委員も、金融市場の抱える金融政策に対する手詰まり感を共有しているようだ。佐藤審議委員は就任会見の席上、現行の金融緩和策が物価回復に結び付くパスを明確にする必要があると発言、同じく木内審議委員も金融政策を総括する時期に来ているとの考えを明らかにした。その上で木内審議委員は、新たな形の金融緩和を柔軟に考えていく必要があると述べた。両氏が言及した今後取るべき緩和策としては、外債及びよりリスク性の高い資産の買入れ（佐藤委員）、為替安定化策（木内委員）が挙げられる。

図表 25: 日本国債の利回り曲線



出所: ブルームバーグより野村證券作成

図表 26: 国債利回りとイールドスプレッド



注: ①ゼロ金利政策、②量的緩和政策、③利下げ開始、④包括緩和政策がそれぞれ実施された期間を指す。

出所: 日本銀行、ブルームバーグより野村證券作成

市場参加者が予想する緩和策は現行政策の延長線上

現在、市場参加者が予測する追加緩和策は、概ね現行政策の延長線上にある模様である。具体的には、①長期国債を中心とした資産買入額の増額、②準備預金に付される金利引き下げ、③国債買入年限の長期化、④資産買入等基金によるリスク資産買入額の増額、などが挙げられる。市場金利が0.1%を割り込んでいる残存3年以下の長期国債買入オペで札割れが相次いでいることから、オペの下限金利撤廃も有力視されているが、白川総裁は金融政策との区別は難しいとしながらも、短期国債やCPの下限金利撤廃は札割れ対策と位置付けていることを明らかにしており、日銀による追加緩和と捉えるかは微妙である。

①~③の政策は、市場への資金供給額の増額や金利の低下を意図したものであると解釈できるが、アナウンスメント効果は期待できるものの、円安に作用するといった副次的な効果が発揮されない限り、上述のように現在の超低金利下で物価や景気に影響する経路や効果に関しては、不透明と言わざるを得ない上、副作用も懸念される。このため、②、③に関しては、白川総裁も否定的な態度を崩していない。

日銀はどこまでリスクを取れるのか

リスク性資産の買入増額や多様化、佐藤審議員も言及した外債購入は、リスク資産価格の上昇や円安による家計・企業マインドの上昇、輸出競争力の改善を通じて景気浮揚効果を発揮することが期待し得る。一方で、日銀が自身のバランスシート上でどこまでリスク量の拡大を許容し得るのかという別の問題が生じる。また、外債の購入に関しては、為替操作を意図した場合、日銀法の改正が必要となる可能性がある上、国際的に許容されないことも考えられ、現時点で現実性が高いとは言えないであろう。

時間軸効果の強化を想定

以上のように、現在議論の俎上に上がっている追加緩和策を整理してみると、いずれも政策効果や副作用の面で問題を内包しており、手詰まり感が拭い去れない。この手詰まり感から脱却する一つの政策手段として我々は、時間軸効果の強化を考えている（図表 27）。より具体的には、資産買入基金の増額と買入期間の延長である。通常、時間軸効果とは金融緩和解除の条件を明示することで、緩和策の継続期間を市場に織り込ませることを指す。日銀では「物価安定の目途」がこれに当たる。ただし、これはあくまで「目途」であり、通常のインフレ目標（ターゲット）政策とは異なる。このため現行の前年比 1.0%の目途を同 2.0%に引き上げたところで、緩和期間の延長を示唆するだけで、金融緩和度合いの強化の意味合いは薄い。自民党は政府と日銀が協定（アコード）を結び、同 2.0%のインフレ目標策の導入を目指す旨をマニフェストに明記している。同様の意見は他の野党及び与党内にも存在する。ただし、同政策の実現には日銀法の改正が必要となる上、中央銀行の独立性を毀損させるとの慎重意見もあり、仮に実現するとしても時間がかかりそうだ。

図表 27: 想定される金融政策とそのポイント

資産買入等の基金の増額	国債買入年限の長期化
長期国債中心 ○緩和姿勢の継続を示すアナウンスメント効果 ●3年債利回りは既に0.1%を割り込んでおり、金利低下効果は限定的	○より長期の金利低下 ●市場の国債引受観測を喚起しかねず、白川総裁は否定的
外国債券の購入 ○資金供給増加・円安効果を期待 ●為替介入策として国際的に批判に晒される可能性も ●日銀法改正が必要になる可能性もあり、早期実施は困難	インフレ・ターゲット政策の導入 ○金融緩和姿勢の積極化を示すことによるアナウンスメント効果 ●実現可能性・具体策に対する市場の不信 ●政府主導で実施された場合、日銀の独立性に対する懸念台頭
リスク性資産増額・内容変更 ○リスク資産の価格上昇・景況感の改善 ●日銀が保有するリスク量の増大	オペ下限金利の下限撤廃 ○長期国債買入オペ等における札割れ回避 ●市場金利の追認であり、金融緩和策としての位置付けが曖昧
超過準備に付される金利の引き下げ ○短期金利の低下 ○ポートフォリオ・リバランス効果 ●短期金利の低下余地は限定的 ●短期金融市場の機能低下 ●ポートフォリオリバランス効果は明確ではない	資産買入等の基金増額・期間延長 ○買入期間延長による時間軸効果の強化 ○月当たり購入額の増加ペースをコントロールが容易に ○安全資産を中心とし、リスク量を抑制可能 ●現状と変わらないと受け止められる可能性 ●短期的な緩和効果に対する市場の失望 ●追加金利低下効果に対する不透明感

注：○は金融政策のプラス面、●はマイナス面を意味する。

出所：野村證券

時間軸効果強化策は現行の枠組み内で想定可能

白川総裁は、現行の金融政策の効果は景気回復に伴ってより効果を発揮するとの見解を示している。この見解を踏まえれば、景気回復下でも現行の低金利環境の継続を目的とした資産買入額の増額と買入期間の延長は、現在の金融政策運営の枠組み内で十分想定可能であり、早期実施に関する障害は大きくないと言える。また、近い将来にわたって追加緩和を約束することにより、過度にリスクを取る必要性が低下するメリットもある。実際に景気回復が順調に進展し、金融緩和の必要性が低下すれば、その時点で修正も可能であろう。

デメリットとしては、現状の政策と変わらず、短期的な緩和効果も小さいと市場に受け止められる可能性がある点であろう。ただし、この点に関しては、短期金利の低下を促すいずれの政策も、同様の問題を抱えていると言える。こ

のため、時間軸効果強化策による金融緩和効果を強めるためには、景気回復下においても低金利環境を継続させることの効果を日銀が積極的に市場にアピールしていく必要がある。

円高の急進時には為替介入と同時に短期国債の買入れ増額

2名の新審議委員が参加した8月の金融政策決定会合でも日銀は、全員一致で現状維持を決定、日銀が追加緩和を急いでいる様子は窺われない。予想外に円高が進み株価が急落する事態となれば、為替介入の実施と相前後して日銀も追加緩和策を講じる可能性が高い。その場合は、介入資金の非不胎化を演出するため、短期国債の買入れ増額を実施しよう。円高急進といった事態が回避されている間は、日銀は様子見姿勢を継続する可能性が高い。ただし、消費税増税法の成立により、今後は総選挙の実施や成長戦略議論の活発化が予想される。いずれも、政治サイドから日銀への追加緩和と要請を強める方向に作用すると思われる。また、10月30日発表予定の「展望レポート」では、新審議委員の加入により、2013年度のコアCPI見通しが下方修正される公算が大きい。以上の点を踏まえれば、年末までに追加緩和策が講じられる可能性が高いと予想する。

(9) 政治情勢の流動化と今後の注目点

消費税増税法成立を受け政治情勢は流動化

8月10日、参議院本会議において消費税増税を含む社会保障と税の一体改革法案が可決・成立した。同法案の成立により直ちに政府債務残高の拡大に歯止めがかかる訳ではないが、財政再建に向けた日本の姿勢を示す意味では大きな前進であると評価できよう。野田首相は同法案の成立に向け自民、公明両党の協力を取り付けるため、同法案成立後「近いうちに国民の信を問う」ことを明言した。このため、早期解散・総選挙に踏み切りたい自民・公明両党と、積み残された課題の解消を優先し、総選挙を先送りたい民主党権の2つの対立軸の狭間で、政治情勢が俄かに流動化し始めた。

審議の行方が注目される3つの法案

経済政策面で今後注目されるのは、赤字国債発行のための特例公債法案と追加景気対策として位置づけられる2012年度補正予算案である(図表28)。

2012年度予算は、一般会計90.3兆円のうち38.3兆円を赤字国債で賄う必要がある。安住財務大臣は、特例公債法案が「10月末までに成立しない場合、財源がほぼ枯渇する」と述べ、野党に対して早期成立を促した。

また、政府は4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と、1-3月期の同+5.5%から大幅に減速した結果を受け、補正予算を策定し、10月にも召集が見込まれる臨時国会に提出する意向を固めた模様である。補正予算は円高、デフレ対策に加え、災害に備える防災、減災対策が柱となり、財源としては2011年度予算の純剰余金約2兆円のうち、1.2兆円程度が充てられる見込みである。このうち6割程度が防災対策として公共投資に向けられれば、年間で0.16%ポイント程度の景気押し上げ効果が期待される。

総選挙と絡んで注目されるのが、衆院の選挙制度改革関連法案である。総選挙実施のためには、憲法違反との判決を受けた衆院小選挙区の「1票の格差」を是正する必要があるとの意見が優勢である(議論した証拠を残せば、必ずしも法案の成立は必要ないとの意見もある)。政府は仮に選挙制度改革法案が成立した場合でも、区割り変更と周知期間に2カ月程度を要するとの見解を示している。自民党の谷垣総裁は、今国会中に成立させる必要があると述べている一方、民主党の前原政調会長は衆院任期中(2013年8月まで)の成立を目指すとしており、両者の隔たりは大きい。

図表 28: 今後の政治関連日程と注目点

2012年	8月	10日	社会保障・税の一体改革法案可決 ・特例公債法案、選挙制度改革関連法案成立の有無
	9月	7日 8日 21日 22日 23～月末	2013年度予算概算要求締め切り 国会会期末 民主党代表選挙 ・野田代表の再選の可否 公明党代表選挙 自民党総裁選挙 ・谷垣総裁の再選の可否
	10月	9～14日 月内 月末以降	国際通貨基金・世界銀行年次総会(東京) 臨時国会開催の可能性 ・特例公債法案可決の有無 ・補正予算策定の有無 財源枯渇(安住財務大臣が示唆)
	12月	月末まで	税制改正大綱・13年度予算案策定
2013年	1月	月内	通常国会召集 ・2013年度予算審議 ・成長戦略の内容と実施の有無
	7月	28日	参議院任期満了
	8月	29日	衆議院任期満了(早期解散・総選挙がなかった場合)
	夏		東京都議会議員選挙
	秋ごろ		消費税引き上げの有無を最終決定
2014年	4月	1日	消費税率8%へ引き上げ

出所: 各種報道資料より野村證券作成

現在想定されている解散・総選挙の時期

現時点で解散・総選挙の実施時期に関して、市場の統一見解はない。主に取りざたされているものをみても、1) 今国会会期末に解散、9月末か10月7日に総選挙、2) 臨時国会での重要法案成立後解散、11月総選挙、3) 2013年度予算案策定後、来年の通常国会冒頭で解散、4) 2013年度予算成立後解散、5) 6月に衆参統一選挙、と多岐に渡る。今後の政治関連日程との絡んだ焦点としては、9月に予定される自民党総裁・民主党代表選を巡る各党内での駆け引き、10月末までの特例公債法案可決の可否、10月9～14日のIMF・世銀総会直前に選挙を実施することに対する抵抗感、年末の2013年度予算案策定を現行の枠組みで行うことの成否、等が挙げられよう。現時点で解散・総選挙時期を決め打ちすることは困難であるが、今国会会期中に特例公債法案が成立しなければ、1)の可能性は大幅に低下しよう。3)以降に関しても野党の抵抗が予想され、やはり特例公債法案の可決が危ぶまれる。敢えてあげれば、今国会会期中に特例公債法案(と選挙制度改革法案)が成立すれば1)、臨時国会にずれ込めば2)の可能性が高いのではなからうか。

財源枯渇前に特例公債法案の成立が求められる

我々は、景気への悪影響を回避するためには、財源枯渇前に特例公債法案の成立が必要であり、補正予算の早期成立の有無は重要ではないと考えている。これは、仮に2012年度補正予算が10月に成立しても、景気押し上げ効果は0.2%ポイント弱、政策効果が発現するのは来年以降にずれ込むとみられるためである。

自民党と民主党の成長戦略

総選挙後の注目点は、当然、新政権の枠組みである。仮に年内中に総選挙が実施され、自民党主体の政権が誕生すれば、当然、来年度予算案は同党の政策方針が反映されることになる。

5月31日に自民党が発表した「日本の再起のための政策」を見ると、短期的な景気刺激策として防災対策を柱とした公共投資が一段と強化される可能性がある（図表29）。また、同党は政府と日銀で協定を結び、2.0%のインフレ・ターゲット政策の導入を掲げている。日銀では来年3月に2名の副総裁、4月には総裁が任期満了を迎えることもあり（正副総裁は国会同意人事）、日銀の政策運営スタンスにも影響を与え、より積極的な金融緩和を促す可能性もあろう。

図表 29: 日本の再起のための政策

7つの柱	主なポイント
新しい日本の出発	
憲法改正 地方制度・道州制	自衛権の保有・国防軍の保持を明記、緊急事態条項の新設、憲法改正発動要件の緩和など 特別区設置のための地方自治法改正、道州制基本法の早期制定後5年以内の導入
復興の加速・事前の防災（国土強靱化）	
震災からの復旧・復興の加速 事前防災を重視した国土強靱化	被災地における国家プロジェクト（防災研究、エネルギー研究など）の推進 事前防災・減災対策（10年間の集中計画）の推進
将来への投資・強い日本の創生	
円高・デフレ対策への取組 新しい成長モデル 将来への投資 科学技術・文化芸術・スポーツ立国	2%の物価目標導入を含めた日銀法の改正 成長エンジンとして「貿易立国」に「投資立国」を加味 法人税率の20%台への引き下げ、FTA、EPAの促進など 海洋開発、宇宙空間、G空間情報プロジェクトへの挑戦、2020年東京オリンピックの開催
頑張る人を応援し、自助を基本にした持続可能な安心社会	
国民のニーズに応えられる財政の確立	消費税（当面10%）を含む行財政抜本改革の推進
地方重視・地方の活力	
地方行財政・地方分権など 農林水産業	経済活性化と雇用増のため合計2兆円の交付金創設 農林水産予算の復活、「所得補償」の振替拡充、TPP（「聖域なき関税撤廃」）交渉参加反対
自立した日本・総合的安全保障	
外交・安全保障 資源・環境・エネルギー安全保障 食料安全保障	日米同盟・自衛隊の増強、自衛隊を国防軍と位置付け、サイバーセキュリティ・テロ対策 海洋資源開発への集中投資、都市鉱山の活用 食料自給率・食料自給力（農業生産基盤、農業者、農業技術）の維持向上
政治・行政改革	
総人件費の抑制	公務員総人件費を国費ベースで1.5兆円削減

注：主要な政策を抜粋。

出所：自民党資料より野村證券作成

新市場の創出を重視する民主党の成長戦略

民主党政権は7月31日、2010年6月に閣議決定した「新成長戦略」を再編し、新たな成長戦略として「日本再生戦略」を閣議決定した（図表30）。この中で民主党は「11の成長戦略と38の重要施策」を掲げ、うち「グリーン（エネルギー・環境）」、「ライフ（健康）」、「農林漁業（6次産業）」と「中小企業」の各戦略を4大プロジェクトとして位置づけ、2020年までに100兆円の新規市場と420万人の雇用創出をうたっている。また、今後3年間で重要取組期間として4大プロジェクトを優先的に実施していくとした。従来の成長戦略と比べて同戦略の特徴は、

具体的な目標数値とその工程が明示されていることである。この工程表に基づけば、当面は目標達成に向けた具体策の検討に充てられるものが多く、短期的な政策効果は期待し難いであろう。

2013年度予算案では特別枠を設定して同戦略実施に向けた予算が振り向けられる見込みである。ただし、短期的な景気浮揚効果は見込みがたく、景気対策としての色彩は薄いであろう。このため、民主党が政権を維持した場合でも、2014年4月の消費税率引き上げ実施に向けた追加景気対策が検討される可能性が高いと考える。また、日銀に対しても、「物価安定の目途」達成に向けて積極的な取り組みを促す動きは続く。

図表 30: 日本再生戦略の概要（優先実施戦略とその重点施策）

【2015年までの目標】	【2020年までの目標】
グリーン成長戦略	
燃料電池自動車の市場投入 家庭用燃料電池の自立的普及開始(2016年～) 蓄電池市場の創設 APECのリストに記載した環境物品課税率を5%以下に削減	50兆円以上の環境関連新規市場 140万人以上の環境分野の新規雇用 世界蓄電池市場の5割(10兆円)の獲得
ライフ成長戦略	
創薬ネットワークによる支援対象検討シーズ数累積100件 治験届出数800件、新医療機器承認数30件 医療・介護周辺サービス市場1兆円	医療・介護分野での新市場約50兆円、新規雇用284万人の創設 海外ヘルスケア関連産業の市場規模約20兆円の獲得
農林漁業再生戦略	
毎年2万人の青年就農者の定着(2016年目途) 平地で20～30ha規模の土地利用型農業の実現 6次産業化の市場規模3兆円	食料自給率カロリーベース50%、生産額ベース70% 木材自給率50%以上、魚介類(食用)自給率70%以上 食品関連産業の市場規模120兆円
中小企業戦略	
中小企業の海外売上比率:3.5% 新たな金融手法の活用実績:20%増(2010年度比) 新興市場新規上場企業数30%増(2010年比)	中小企業の海外売上比率:4.5%、開業率が廃業率を定常的に上回る、新たな金融手法の活用実績・新興市場新規上場企業数50%増(2010年比)

出所: 国家戦略室資料より野村證券作成

予想期間を 2014 年に延長、見通しは改善へ

2012 年末の特別減税措置の失効が近づき、ユーロ圏債務危機が引き続き影を落とすなか、目先の見通しは厳しい。しかし、そのさらに先の見通しはより明るいものとなる。

景気動向

世界金融危機を受けた深刻な景気後退の終了から 3 年が経過したが、実質 GDP 成長率は平均+2.2%となお低調で、2012 年前半はこれをさらに下回る+1.8%の成長にとどまった。米財政問題の最終的な解決策を巡る異例の不透明感の高まりに加えて、ユーロ圏債務危機も収束に向かう兆しはみられず、米国景気は 2013 年前半まで低調な推移を続ける公算が大きい。

12 年は、雇用の伸びの減速を受けて家計がより慎重になり、貯蓄率が上昇している。12 年 4-6 月期の個人貯蓄率は 4.0%と、11 年 4-6 月期以来の高水準を記録した。さらに、失業率の低下は苛立たしいほど緩慢で、11 年 7 月の 9.1%に対して 12 年 7 月も 8.3%に高止まりしている。

野村ではこのほど米国経済見通しの予想期間を 14 年までに延長したが、これまで消費者および企業の信頼感低下を招いてきた財政およびその他の困難な政策課題に対して、政府が信頼に足る対応を打ち出すことができれば、景気回復のペースは加速するだろう。

物価動向

2012 年 1-3 月期に急騰した原油・ガソリン価格は、その大部分が反転したが、なお変動幅が大きく、物価の不安定要因となっている。消費者物価 (CPI) 上昇率は、11 年 7-9 月期の前年同期比+3.8%から 12 年 4-6 月期には同+1.9%まで減速した。一方、米連邦準備制度理事会 (FRB) が重視する個人消費支出 (PCE) 価格指数も同じ期間に同+2.8%から同+1.7%まで減速した。しかし、FRB が暗黙の目標としている食品とエネルギーを除くコア PCE 価格指数は 08 年 10-12 月期以降、一貫して前年比+2%を下回っている。予測期間を通じて、生産能力がかなりの余剰状態にあることがインフレを抑制するとみられる。

財政・金融政策

FRB は、連邦公開市場委員会 (FOMC) で、失業率の高止まりと成長見通しを取り巻く下振れリスクの増大に対処するため、追加の金融緩和を打ち出すと予想される。議会と政府は 11 月の選挙後に、2013 年 1 月に予定される期間減税失効と歳出自動削減開始が重なる「財政の崖」を回避すべく対応を協議するとみられる。

リスク要因

野村予想を取り巻く主な下振れリスクは、ユーロ圏の経済危機と 2013 年初めに見込まれる「財政の崖」である。

米国経済見通し要約表

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	2011年	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)										(前年比%)			
実質GDP	2.0	1.5	1.8	1.6	1.7	2.1	2.3	2.4	2.7	2.7	1.8	2.2	1.9	2.6
個人消費	2.4	1.5	1.9	1.9	2.1	2.4	2.6	2.7	2.9	2.8	2.5	1.9	2.1	2.8
非住宅固定資本形成	7.5	5.4	6.8	6.3	4.4	4.0	4.0	3.8	4.3	8.3	8.6	9.0	4.9	5.1
住宅投資	20.6	9.8	11.5	8.5	8.1	7.1	3.9	4.7	4.0	3.7	-1.4	11.5	7.7	4.3
政府支出	-3.0	-1.4	-2.3	-2.4	-1.8	-0.9	-0.9	-0.7	0.0	-0.7	-3.1	-2.3	-1.6	-0.6
輸出(財・サービス)	4.4	5.3	5.2	3.5	3.0	4.2	4.3	4.6	3.6	3.0	6.7	4.2	4.0	3.8
輸入(財・サービス)	3.1	6.0	3.0	3.1	2.8	3.6	3.4	3.4	2.9	4.1	4.8	4.0	3.3	3.2
	(季節調整済み前期比年率%ポイント)										(前年比%ポイント)			
GDPへの寄与度	2.4	1.5	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2	2.3	2.6	2.9	1.9	2.0	1.9	2.6
国内最終需要	2.4	1.5	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2	2.3	2.6	2.9	1.9	2.0	1.9	2.6
在庫投資	-0.5	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.0
純輸出	0.1	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0
失業率(%)	8.3	8.2	8.2	8.1	8.0	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	9.0	8.2	7.9	7.6
非農業部門雇用者数(1,000人)	226	75	120	100	100	100	120	150	150	150	139	130	118	169
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000戸)	715	739	757	782	805	808	801	811	812	823	612	748	806	834
消費者物価(前年比%)	2.8	1.9	1.5	1.5	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	3.1	1.9	1.4	1.6
コア消費者物価(前年比%)	2.2	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	2.2	1.7	1.9
連邦財政収支(対GDP比%)											-8.7	-7.2	-6.1	-5.3
経常収支(対GDP比%)											-3.1	-3.0	-2.0	-1.5
連邦準備制度理事会(FRB) 証券ポートフォリオ保有高(兆ドル)	2.61	2.61	2.64	2.82	3.00	3.18	3.21	3.21	3.21	3.21	2.61	2.82	3.21	3.21
政策金利(フェデラルファンド(FF) 金利誘導目標水準、%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
3ヶ月物ドルLIBOR金利(%)	0.47	0.46	0.45	0.50	0.49	0.53	0.55	0.57	0.61	0.63	0.58	0.50	0.57	0.99
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.33	0.33	0.25	0.30	0.46	0.50	0.58	0.65	0.81	1.00	0.24	0.30	0.65	1.49
5年物財務省証券利回り(%)	1.04	0.72	0.65	0.60	0.97	1.04	1.09	1.19	1.27	1.40	0.83	0.60	1.19	1.82
10年物財務省証券利回り(%)	2.23	1.67	1.60	1.50	1.85	1.90	1.95	2.05	2.10	2.18	1.87	1.50	2.05	2.40
30年物住宅ローン金利(%)	3.99	3.66	3.50	3.60	3.72	3.77	3.82	3.92	3.97	4.05	3.95	3.60	3.92	4.27

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。10年物財務省証券利回りの予想レンジは、12年7～9月期 1.40～1.90%、同10～12月期 1.30～2.00%。5. 太字は実績値、その他は野村予測。6. 2012年8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

景気後退の最中

成長見通しが悪化するなか、当局の政策の選択肢がなくなりつつあるとの認識が広まっており、ユーロ圏の政策対応は正念場を迎えている。市場の声に答えるべく、欧州中央銀行（ECB）が追加措置を打ち出すことになる。

景気動向

2012年のユーロ圏の見通しに関する野村の基本観に変更はない。景況感調査は低水準で底入れしつつあるが、信用ひっ迫ならびに財政緊縮を受けて、12年の大半を通じて景気後退（2四半期以上連続した前期比マイナス成長）が続くと予想される。さらに、投資家がスペインおよびイタリアにおける危機の深刻化を懸念し、債務危機は再び重大な局面を迎えている。欧州債務危機の今後の展開について強い不透明感があり、これまで堅調を維持していたユーロ圏中心国もより深刻なマイナス成長に転じることを示唆する兆候が増えるなか、企業や家計世帯は12年の大半を通じて様子見姿勢を続けるとみられ、投資および消費は引き続き低調に推移しよう。その後については、ユーロ安のなか外需が拡大すれば、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、13年初めに再び景気は回復局面入りすると考えられる。とは言え、失業率がユーロ発足以来の水準で高止まり、金融政策の伝達メカニズムがなお回復していない（金融緩和による金利や貸出等への効果が限られる）状況にあり、スペインやイタリアでは財政緊縮が引き続き成長の足かせとなる点を考慮すると、景気回復のペースは極めて緩慢なものとなる。

物価動向

2012年を通じてインフレ圧力は解消しない公算が大きい。その背景として、過去の商品価格上昇に加え、複数の国で付加価値税（VAT）増税の動きがあり、ドイツでは賃金の伸びが加速する可能性が挙げられる。以上から、欧州連合（EU）標準の消費者物価（HICP）上昇率は、12年の終盤近くまで、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年は目標を下回る水準へ減速しよう。

財政・金融政策

ECBは8月2日の政策理事会で利下げの機会を逸したが、野村では、次回9月6日の理事会で、政策金利の主要リファイナンス金利を0.25%ポイント引き下げ0.50%とする一方、下限金利の中銀預金金利は0%に据え置かれると予想している。金融市場の緊張が再び高まり、ECBは（証券市場プログラムの拡張版ともいえる）新たな国債買入れプログラムの実施に向けて準備を開始した。野村では、イタリアとスペインが近い将来、金融支援を要請するとみているが、欧州金融安定基金（EFSF）/欧州安定メカニズム（ESM）等の支援能力には限界があるため、金融市場の更なる不安定化につながる可能性もありそうだ。

リスク要因

政府債務危機が引き続き強い不透明要因であり、経済見通しの大幅な下振れリスクとなっている。ECBの政策対応は予防的というよりも事後的となることが多いことから、利下げが小幅かつ後ずれするリスクがあろう。

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	0.5	-1.3	-0.1	-1.8	-1.4	-0.2	1.4	1.9	1.5	-0.7	0.7
個人消費	1.2	-1.9	0.1	-2.4	-1.7	-1.0	0.6	1.0	0.2	-1.0	0.0
固定資本形成	-1.3	-1.8	-5.3	-4.6	-4.1	-2.1	2.1	3.6	1.6	-3.4	0.7
政府消費	-1.2	-0.6	0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.2	-0.4	-0.8
輸出(財・サービス)	6.4	-3.1	4.2	-2.1	0.0	1.5	4.7	5.7	6.2	1.2	3.4
輸入(財・サービス)	2.9	-6.8	0.5	-2.6	0.2	-0.4	2.5	3.9	4.0	-1.2	1.9
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	0.2	-1.5	-0.8	-2.4	-1.9	-1.1	0.6	1.1	0.3	-1.3	0.0
在庫投資	-1.3	-1.4	-1.0	0.5	0.6	0.0	-0.3	-0.2	0.1	-0.5	0.0
純輸出	1.7	1.6	1.8	0.1	-0.1	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	0.8
失業率(%)	10.2	10.6	10.9	11.2	11.2	11.4	11.6	11.7	10.2	11.2	11.7
雇用者報酬 (一人当たり、前年比%)	2.3	2.2	1.9	1.7	1.7	1.1	0.8	0.9	2.2	1.6	1.4
労働生産性(前年比%)	1.2	0.9	0.4	0.1	-0.4	-0.2	0.1	0.8	1.4	0.0	1.0
単位労働コスト(前年比%)	1.1	1.4	1.5	1.6	2.1	1.3	0.7	0.1	0.8	1.6	0.3
財政収支(対GDP比%)									-4.5	-2.6	-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	2.5	2.2	1.8	1.3	1.2	2.7	2.3	1.5
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	1.50	1.00	1.00	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50
3ヶ月物EURIBOR金利(%)	1.55	1.36	0.78	0.65	0.74	0.74	0.74	0.74	1.36	0.74	0.74
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.90	1.83	1.81	1.60	1.00	1.00	1.25	1.65	1.83	1.00	2.25
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.38	1.31	1.32	1.25	1.18	1.15	1.15	1.15	1.31	1.15	1.15

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8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

岐路に立つ金融緩和策

ユーロ圏政府債務危機の深刻化が、引き続き英国の景気に対する深刻な懸念要因である。イングランド銀行（BOE：中央銀行）は、インフレ下げ渋りが見込まれるにもかかわらず、積極的な緩和策を打ち出し、これに対応している。

景気動向

2011年終わりには成長が失速し、再び深刻化したユーロ圏政府債務危機が11年終盤以降の景気の二番底を増幅している。貿易ならびに金融面で関係の深いユーロ圏の情勢が英国経済の先行きに大きな影を投げかけていることは明らかだ。成長率が低水準にとどまるなか、循環的な回復の勢いの初期の兆候も薄れている模様で、オリンピック開催という一時的要因による景気浮揚が見込める12年7-9月期を除くと、英国経済はおそらく13年まで景気後退の瀬戸際で推移するとみられる。

物価動向

付加価値税（VAT）増税やエネルギー価格上昇など、一連の「一時的」要因がインフレ率を押し上げてきたが、基調的なインフレ率も依然高止まりしている。さらに、今後の授業料値上げなど「一度限りのインフレ要因」も予想される。BOEの見方とは異なり、野村では現在、消費者物価（CPI）上昇率が12年7-9月期以降、政策目標値（前年比+2.0%）を下回るものの、商品価格下落によりCPI上昇率が一時的に押し下げられる面があり、長期的かつ大幅に目標値を下回ると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しが出てきたことに対して、BOEは積極的な対応を行ってきたが、2月に発表された500億ポンドの追加的国債買入れプログラムを5月にいったん終了した。しかし、需要の伸びの下振れからBOEは7月4～5日の金融政策委員会（MPC）で緩和姿勢に戻り、500億ポンドの資産買入れ枠拡大を決定した。野村では、11月8日のMPCで250億ポンドの買入れ枠の追加拡大を予想している（資産購入プログラムの総額は4,000億ポンドとなる）。需要の低迷が続いている原因の1つは、経済の不均衡調整とそれに伴う財政健全化が不可避な情勢であるが、これらが景気回復の妨げとなっていることにある。野村では、財政再建によるGDPの押し下げ幅は、2011/12年度（11年4月～12年3月）の1.5%から2012/13年度には約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大きいのが、インフレの予想には上振れリスクがある。景気がBOEの政策に強い影響を及ぼしており、MPCが野村の予想を上回る緩和政策を打ち出す可能性もあろう。

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	0.6	-0.4	-0.3	-0.5	0.7	-0.3	0.1	0.2	0.8	-0.4	0.6
民間消費	-0.7	0.5	-0.1	-0.2	0.8	-0.2	0.3	0.3	-1.0	0.0	0.9
固定資本形成	0.6	-0.6	1.9	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	0.1	-1.4	1.4	-0.3
政府消費	-0.1	0.8	1.9	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	0.1	2.2	-1.5
輸出(財・サービス)	0.7	3.1	-1.7	-0.2	1.0	1.1	0.9	0.9	4.4	0.7	3.5
輸入(財・サービス)	0.2	1.6	-0.3	0.2	1.0	0.9	0.9	0.7	0.5	1.7	3.2
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	-0.4	0.4	0.7	-0.2	0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.8	0.7	0.2
在庫投資	0.8	-1.2	-0.6	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.4	-0.8	0.4
純輸出	0.1	0.4	-0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	-0.3	0.1
失業率(%)	8.3	8.4	8.2	8.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.1	8.1	8.0
消費者物価(前年比%)	4.7	4.6	3.5	2.8	1.9	1.8	1.6	1.9	4.5	2.5	2.0
小売物価(前年比%)	5.2	5.1	3.8	3.1	2.5	2.5	2.5	2.9	5.2	3.0	3.0
資産買入れ入れ枠(10億ポンド)	200	275	325	325	375	400	400	400	275	400	400
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	0.90	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	1.73	1.50	1.75	2.10	2.35	1.98	1.75	2.70
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.87	0.83	0.83	0.81	0.76	0.75	0.75	0.75	0.83	0.75	0.75
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.56	1.55	1.60	1.56	1.55	1.53	1.53	1.53	1.55	1.53	1.53

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8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

景気回復の可否は政策支援の実効性次第

2012年7月の鉱工業生産下振れが追加的な政策緩和を促す公算が大きい。

景気動向

7月の経済指標は総じて予想を下回り、鉱工業生産は6月の前年同月比+9.5%から同+9.2%に減速し、1~7月の固定資産投資（名目）の伸びは前年同期比+20.4%と1~6月と変わらない一方、7月の小売売上（名目）の伸びは6月の前年同月比+13.7%から同+13.1%に減速した。在庫調整と輸出減速が7月の鉱工業生産低迷の原因とみられる。また、7月の輸出の伸びは6月の同+11.3%から同+1.0%に大幅に減速した。ただし、7月の製造業購買担当者指数（PMI）の完成品在庫指数が6月の53.2から48.0に急低下しており、新規受注指数も安定的に推移していることから、8月のPMI上昇が見込まれる。

物価動向

2012年7月の消費者物価（CPI）上昇率は、主に比較対象となる前年同期の水準の高さが原因で、6月の前年同月比+2.2%から同+1.8%に減速した。8月のCPI上昇率は7月と同水準を維持し、10-12月期は国民の休日の影響で食料品価格が上昇することで、前年同期比+3.1%に加速すると予想される。一方、7月の生産者物価（PPI）上昇率は6月の前年同月比-2.1%から同-2.9%と下落幅が拡大したが、国際商品価格が再び上昇すれば、向こう数カ月で底打ちするだろう。

財政・金融政策

政府は成長を支えるため、政策緩和を進めている。中国人民銀行（PBC：中央銀行）は6月7日に続き7月5日にも、預金基準金利および貸出基準金利の引き下げを発表した。また、長沙市、広州市、武漢市など多くの都市が投資促進策を発表している。7月の人民元建て銀行貸出純増額は5,400億元と予想を下回ったものの、社会融資総量は、社債発行と銀行以外の融資に支えられ1兆400億元に達し、前年同月比+93%の伸びを記録した。実質GDP成長率が政策目標の前年比+7.5%に近づきつつあり、また、秋の共産党大会と指導部交代が近づき、切迫感が一段と高まっている中、当局には、さらなる景気減速を容認する余地が乏しくなってきたと考えられる。野村では、PBCが8月に預金準備率を0.50%ポイント引き下げ、社会資本（インフラ）整備投資のさらなる加速を促すと予想している。利下げの可能性は高まっているが、利下げを実施すれば不動産バブルが過熱し、銀行収益が損なわれかねないことから、利下げは依然として野村の基本シナリオではない。

リスク要因

主なリスクは3点ある。第1は、景気減速に対する政策対応で、政府の政策緩和が不十分ならば、野村の短期的な成長見通し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と米国の成長の下振れリスクを示唆しており、これが中国の輸出見通しにも影響することが考えられる。第3に、7月に在庫調整の兆しは見られたものの、中国では在庫水準が依然高いようだ。これにより、向こう数カ月のリスク緩和に寄与するかもしれないが、中国には信頼できる在庫統計がなく、在庫循環のどの局面に位置しているかが不透明である。

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	8.1	7.6	8.1	8.8	8.6	8.2	9.2	8.2	7.9
消費者物価(前年比%)	6.3	4.6	3.8	2.9	2.0	3.1	3.5	4.2	5.4	2.9	4.2
コア消費者物価(前年比%)	2.4	1.9	1.5	1.3	1.1	2.1	2.2	2.0	2.2	1.5	2.2
小売売上高(名目、前年比%)	17.3	17.5	14.9	13.9	15.0	15.8	16.2	15.9	17.1	14.9	15.8
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	24.9	23.8	20.9	20.4	20.5	21.0	22.0	21.6	23.8	21.0	21.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	13.8	12.8	11.6	9.5	11.5	13.5	12.3	11.8	13.9	11.5	11.4
輸出(米ドル建て、前年比%)	20.6	14.3	7.6	10.5	9.0	10.0	13.0	12.0	20.3	9.3	11.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	24.8	20.1	6.9	6.5	12.0	15.0	18.0	18.0	24.9	10.3	16.0
貿易収支(10億米ドル)	63.8	48.1	1.1	68.8	55.9	30.0	-20.2	4.1	155.1	155.8	76.9
経常収支(対GDP比%)									2.8	1.7	1.0
財政収支(対GDP比%)									-1.1	-1.5	-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	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.56	6.00	6.50
1年物預金基準金利(%)	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50	3.00	3.50
預金準備率(%)	21.5	21.0	20.5	20.0	19.0	19.0	19.0	19.0	21.0	19.0	19.0
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.40	6.30	6.29	6.35	6.28	6.27	6.24	6.21	6.30	6.27	6.15

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8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	3.8	3.2	3.5	4.3	3.2	3.2	3.31	2.98	3.13
先進国	1.4	1.2	1.5	2.7	1.9	1.4	0.56	0.39	0.42
新興国	6.7	5.4	5.9	6.3	4.8	5.2	6.67	6.02	6.17
米州	2.5	2.4	2.4	4.5	3.4	3.2	2.47	2.07	2.07
米国	1.8	2.2	1.9	3.1	1.9	1.4	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.4	2.0	2.2	2.9	2.0	2.0	1.00	1.00	1.75
ラテンアメリカ	4.3	2.9	3.8	8.5	7.5	8.0	9.06	7.45	7.20
アルゼンチン	8.9	2.0	4.0	21.8	22.8	22.3	14.61	15.00	12.00
ブラジル	2.7	1.9	4.1	6.5	5.2	5.5	11.00	7.25	7.25
チリ	6.0	4.6	5.8	4.4	3.0	3.1	5.25	4.75	5.50
コロンビア	5.9	4.0	4.0	3.7	2.9	3.5	4.75	4.50	4.50
メキシコ	3.9	3.7	3.2	3.8	4.0	3.5	4.50	4.50	4.50
ペネズエラ	4.2	4.5	3.0	27.6	20.3	30.0	15.60	14.50	16.00
アジア・太平洋地域	5.9	5.8	5.8	4.8	3.2	3.8	5.02	4.67	4.95
日本	-0.8	2.7	1.3	-0.3	0.1	-0.1	0.05	0.05	0.05
豪州	2.1	3.6	2.6	3.4	1.6	2.6	4.25	3.25	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)	7.5	6.5	6.8	5.9	3.9	4.5	6.11	5.66	5.93
中国	9.2	8.2	7.9	5.4	2.9	4.2	6.56	6.00	6.50
香港	5.0	1.5	3.5	5.3	4.0	3.5	0.33	0.40	0.40
インド	7.5	5.5	6.6	9.5	7.8	7.2	8.50	8.00	7.50
インドネシア	6.5	6.1	6.3	5.4	4.5	5.0	6.00	5.75	6.50
マレーシア	5.1	4.4	4.3	3.2	2.2	2.4	3.00	3.00	3.50
フィリピン	3.9	5.1	6.0	4.7	3.3	4.4	4.50	3.50	4.50
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	2.5	3.0	4.0	2.0	2.5	3.25	2.75	2.75
台湾	4.0	1.5	3.5	1.4	1.7	1.4	1.88	1.88	2.13
タイ	0.1	5.5	4.7	3.8	3.0	2.8	3.25	3.00	3.00
欧州先進国	1.4	-0.6	0.7	3.0	2.3	1.6	0.92	0.50	0.50
ユーロ圏	1.5	-0.7	0.7	2.7	2.3	1.5	1.00	0.50	0.50
オーストリア	3.0	0.3	1.2	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	1.7	1.00	0.50	0.50
ドイツ	3.1	0.7	1.4	2.5	2.1	1.7	1.00	0.50	0.50
ギリシャ	-6.9	-7.7	-2.3	3.1	0.8	0.1	1.00	0.50	0.50
アイルランド	1.4	0.1	0.6	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	1.7	1.00	0.50	0.50
オランダ	1.1	-0.5	1.1	2.5	2.6	1.9	1.00	0.50	0.50
ポルトガル	-1.6	-3.0	-2.6	3.6	2.8	1.2	1.00	0.50	0.50
スペイン	0.7	-1.4	-1.2	3.1	1.8	1.6	1.00	0.50	0.50
英国	0.8	-0.4	0.6	4.5	2.5	2.0	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	4.9	1.9	2.9	4.9	5.5	4.8	4.89	4.84	4.94
チェコ	1.7	-0.7	0.9	1.9	3.2	1.8	0.75	0.50	1.00
ハンガリー	1.7	-1.1	0.3	3.9	5.8	5.0	7.00	5.50	5.00
イスラエル	4.8	2.8	3.0	3.5	2.7	3.3	2.75	2.25	3.00
ポーランド	4.3	2.8	2.7	4.3	4.2	3.4	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	6.00	6.00
南アフリカ	3.2	1.9	2.7	5.0	5.4	5.2	5.50	4.50	4.00
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)。実質 GDP、消費者物価指数は年間平均値。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 106 ドル/バレル、2013 年 97 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。アルゼンチン、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 100 万ペソ超のペソ建て預金金利(BADLAR)、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 8 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。

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購入時手数料および運用管理費用（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、一般社団法人 日本投資顧問業協会、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