

2012年度～2014年度の経済見通し

『日本経済：外需と積極的な財政金融政策が景気回復を主導』

2012年度実質GDP成長率：+0.9%

2013年度実質GDP成長率：+2.0%

2014年度実質GDP成長率：+1.0%

2013年2月21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

[2013年2月14日時点] [2012年11月12日時点]

		12年度 (予)	13年度 (予)	14年度 (予)	12年度 (予)	13年度 (予)	14年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	0.9	2.0	1.0	0.7	1.3	0.6
	＜内需寄与度＞	1.8	2.2	0.5	1.3	1.5	0.3
	＜民間内需＞	0.7	1.5	0.8	0.5	1.5	0.6
	＜公的内需＞	1.1	0.7	-0.3	0.8	0.0	-0.2
	＜外需寄与度＞	-0.9	-0.2	0.5	-0.7	-0.2	0.3
	民間最終消費支出	1.4	1.5	0.1	1.0	1.4	-0.1
	民間住宅投資	5.1	5.9	-1.6	3.1	5.3	-4.9
	民間企業設備投資	-1.8	2.1	5.5	-0.6	2.6	5.4
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1
	政府消費	2.4	1.5	1.2	2.0	1.3	1.2
	公的固定資本形成	14.4	8.8	-12.2	10.5	-5.0	-10.6
	財貨・サービス輸出	-2.6	1.3	7.5	-0.6	1.5	6.7
	財貨・サービス輸入	3.5	2.8	4.8	4.2	3.4	5.3
		名目国内総支出	0.2	1.9	3.0	0.1	0.9
	GDPデフレーター	-0.6	-0.1	2.0	-0.6	-0.3	1.6
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-2.8	4.2	2.5	-4.7	0.3	2.1
	国内企業物価	-1.0	1.1	4.4	-1.2	0.2	3.3
	消費者物価	-0.2	0.4	2.9	-0.3	-0.1	2.4
	除く生鮮食品	-0.1	0.3	2.9	-0.1	0.1	2.4
	同(消費増税の影響除く)	-0.1	0.3	0.6	-	-	-
	完全失業率(%)	4.3	4.0	3.9	4.4	4.4	3.8
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-7.8	-12.2	-13.0	-7.0	-8.5	-6.1
	貿易収支(兆円)	-6.6	-10.8	-11.5	-5.9	-7.3	-4.9
	貿易・サービス収支(兆円)	-9.3	-11.8	-12.2	-8.3	-8.2	-5.8
	経常収支(兆円)	4.3	3.8	5.0	5.6	7.7	11.7

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

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)	82.0 (81.0)	91.0 (87.0)	97.0 (90.0)
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0-0.10 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)	8.0 (8.0)
WTI(年度平均、ドル/バレル)	91.0 (92.0)	89.0 (83.0)	83.0 (74.0)

注: WTIは米国軽質原油。カッコ内は2012年11月12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け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)

	12年				13年				14年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	
民間最終消費支出	309246.3	309249.3	307762.8	309117.2	310366.0	310679.8	311601.1	313233.6	319477.2	313647.4	313654.0	
(前期比)	1.2	0.0	-0.5	0.4	0.4	0.1	0.3	0.5	2.0	-1.8	0.0	
(前年同期比)	4.0	3.1	1.3	1.1	0.4	0.5	1.2	1.3	2.9	1.0	0.7	
民間住宅投資	12926.5	13208.4	13425.5	13893.4	14087.2	14216.6	14390.9	14633.7	14601.0	14377.4	14221.3	
(前期比)	-1.7	2.2	1.6	3.5	1.4	0.9	1.2	1.7	-0.2	-1.5	-1.1	
(前年同期比)	-0.1	4.6	1.4	5.6	9.0	7.6	7.2	5.3	3.6	1.1	-1.2	
民間企業設備投資	69054.1	68888.5	66404.1	64697.2	65120.9	65860.7	66918.6	67973.8	69386.1	70005.3	70804.7	
(前期比)	-2.6	-0.2	-3.6	-2.6	0.7	1.1	1.6	1.6	2.1	0.9	1.1	
(前年同期比)	6.8	7.3	1.5	-8.7	-5.7	-4.4	0.8	5.1	6.5	6.3	5.8	
民間在庫投資	-1842.7	-3561.3	-2320.1	-3054.6	-2804.6	-1904.6	-1704.6	-1304.6	-2604.6	-2204.6	-1804.6	
<前期比寄与度>	0.4	-0.4	0.3	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	100628.7	101034.2	101415.3	102028.3	102385.4	102743.7	103052.0	103361.1	103619.5	103940.0	104259.8	
(前期比)	1.5	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
(前年同期比)	2.4	2.6	2.6	2.9	1.7	1.7	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2	
公的固定資本投資	21132.2	22422.8	22983.6	23319.9	23666.3	24121.0	24888.9	25558.5	25853.0	24975.3	23310.9	
(前期比)	8.4	6.1	2.5	1.5	1.5	1.9	3.2	2.7	1.2	-3.4	-6.7	
(前年同期比)	4.9	11.2	15.0	18.9	12.0	7.6	8.3	9.6	9.2	3.5	-6.3	
公的在庫投資	-10.7	22.6	50.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	
<前期比寄与度>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
純輸出	12203.8	11033.0	7040.9	5766.0	5560.5	5872.0	6322.0	6723.1	6316.5	7890.7	8664.9	
<前期比寄与度>	0.2	-0.3	-0.7	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.1	
(前期比)	11.8	-9.6	-36.2	-18.1	-3.6	5.6	7.7	6.3	-6.0	24.9	9.8	
(前年同期比)	-24.7	9.9	-50.7	-47.0	-57.4	-46.0	-9.7	16.4	14.5	33.5	35.3	
輸出	84794.2	84831.6	80483.7	77495.7	77914.6	79184.5	80426.2	81820.0	83280.9	84769.7	86404.9	
(前期比)	3.4	0.0	-5.1	-3.7	0.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	
(前年同期比)	0.9	9.2	-4.8	-5.7	-8.1	-6.7	-0.1	5.6	6.9	7.1	7.4	
輸入	72590.4	73798.6	73442.8	71729.7	72354.2	73312.5	74104.2	75096.9	76964.4	76879.0	77740.0	
(前期比)	2.1	1.7	-0.5	-2.3	0.9	1.3	1.1	1.3	2.5	-0.1	1.1	
(前年同期比)	6.7	9.1	5.1	0.7	-0.3	-0.7	0.9	4.7	6.4	4.9	4.9	
実質国内総生産	522868.8	521606.0	516540.9	516046.0	518231.2	521459.7	525364.1	530104.9	536616.1	532573.0	533055.5	
(前期比)	1.5	-0.2	-1.0	-0.1	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2	-0.8	0.1	
(前期比年率)	6.0	-1.0	-3.8	-0.4	1.7	2.5	3.0	3.7	5.0	-3.0	0.4	
(前年同期比)	3.4	3.8	0.4	0.3	-0.9	0.0	1.7	2.7	3.5	2.1	1.5	
GDPデフレーター	91.9	91.6	91.6	91.2	91.6	91.2	91.2	91.3	91.9	93.1	93.1	
(前年同期比)	-1.0	-0.9	-0.8	-0.6	-0.3	-0.5	-0.4	0.1	0.3	2.2	2.1	
鉱工業生産(2005年=100)	95.3	93.4	89.5	87.8	90.8	91.8	93.4	94.6	96.6	95.6	96.0	
(前期比)	1.3	-2.0	-4.2	-1.9	3.4	1.1	1.8	1.3	2.1	-1.1	0.4	
(前年同期比)	4.8	5.3	-4.6	-5.9	-4.8	-1.7	4.4	7.8	6.5	4.1	2.7	
国内企業物価(2010年=100)	101.2	101.0	100.2	100.2	100.8	101.2	101.3	101.6	102.3	105.7	105.6	
(前期比)	0.2	-0.2	-0.8	0.0	0.6	0.4	0.1	0.3	0.6	3.3	0.0	
(前年同期比)	0.3	-1.0	-1.8	-0.8	-0.4	0.2	1.1	1.4	1.5	4.4	4.3	
消費者物価指数(総合)	100.0	99.8	99.5	99.5	99.8	99.8	99.8	99.9	100.4	102.7	102.7	
(2010年=100)	0.3	-0.2	-0.4	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.5	2.3	0.0	
(前期比)	0.3	0.2	-0.4	-0.2	-0.3	0.0	0.4	0.5	0.6	2.9	2.8	
(前年同期比)	0.3	0.2	-0.4	-0.2	-0.3	0.0	0.4	0.5	0.6	2.9	2.8	
消費者物価指数(除く生鮮食品)	99.8	99.8	99.6	99.5	99.7	99.8	99.8	99.9	100.3	102.6	102.6	
(2010年=100)	0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.4	2.4	0.0	
(前期比)	0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.6	2.8	2.9	
(前年同期比)	0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.6	2.8	2.9	
完全失業率	4.6	4.4	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	

- 注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。
2. 2012年10-12月期までは実績、それ以降は野村証券予測。
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証券作成

外需と積極的な財政金融政策が景気回復を主導

- ▶ 2012年10-12月期GDP1次速報値の発表を受け、12年度～14年度経済見通しを改定した。13年度本予算に盛り込まれた復興予算の増額や民間消費に関する見通しの上方修正により、13年度実質GDP成長率予測値を、前回見直し改定時(13年1月9日)から0.2%ポイント上方修正し、+2.0%(暦年も前回から0.2%ポイント上方修正)とした。14年度についても、消費税率引き上げ後の景気減速の緩和のため5兆円程度の経済対策が講じられるという前提を新たに置き、0.7%ポイント上方修正して+1.0%(暦年については0.6%ポイント上方修正)とした。日本経済は、12年末より、中国などアジア景気の回復を契機とする輸出回復局面に入った可能性が高い。1-3月期以降は、輸出回復が牽引して設備投資や民間消費も緩やかに増加するという循環的回復プロセスが顕在化しよう。
- ▶ 安倍新政権の下で、(1)機動的な財政政策、(2)大胆な金融政策、(3)民間の投資を引き出す成長戦略、を3つの柱とするポリシーミックスが始動した。「アベノミクス」と呼ばれるこれらの政策は、足元での循環的回復プロセスに弾みをつける効果をもたらし、日本経済の成長率は2014年1-3月期までは前期比ベースで尻上がりに上向くと予想する。まず、財政政策については、大型の12年度補正予算や税制改正、復興予算の増額など、今後、成長率を大きく押し上げる効果が期待できよう。次に、金融政策については、日本銀行が1月に2%の物価目標の導入を含めた追加的金融緩和策を発表した。我々は、金融緩和だけで2%の物価目標を達成することは難しいと判断しているが、金融市場では、金融緩和期待の高まりを背景として円安や株価上昇が進行しており、輸出や設備投資など実体経済面に一定の好影響が及ぶ可能性が高い。
- ▶ 成長戦略については、日本経済再生本部や規制改革会議の場で議論されており、6月を目処に方針が取りまとめられる予定である。財政・金融政策による経済効果が中期的に持続するものとはなりにくい点を考えれば、成長戦略の着実な実行が、日本経済が中期的にデフレ脱却を果たす上での鍵となろう。成長戦略が潜在成長率を押し上げる姿がはっきりすれば、日本経済の成長率見通しに対する上振れ要因となろう。他方、日本経済に対するダウンサイドリスクとしては、偶発的の事件を引き金とした日中関係の悪化や欧州金融市場の混乱によるリスクを挙げておきたい。

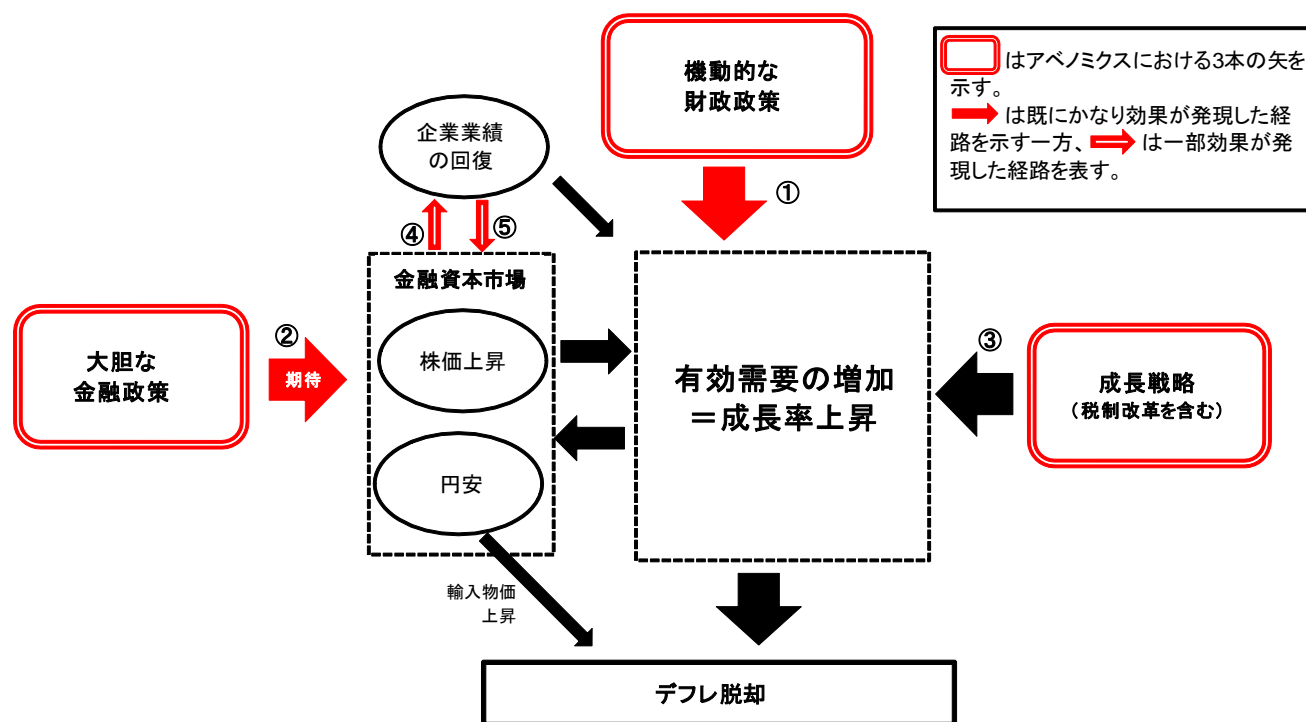
(1) アベノミクスの全体像と「成長戦略」の役割

財政・金融政策だけでなく、成長戦略も含む包括的な経済政策が始動

安倍新政権の下で、(1)機動的な財政政策、(2)大胆な金融政策、(3)民間の投資を引き出す成長戦略、を3つの柱とするポリシーミックスが始動した。「アベノミクス」と呼ばれるこれらの政策は、短期的な景気対策だけではなく、金融や構造改革なども含む包括的・総合的な政策であり、今後の日本経済の成長力や成長経路を左右しよう。

アベノミクスが日本経済のデフレからの脱却を後押しする経路としては、既に実現しているものだけではなく、今後実現する可能性があるものを含めると、図表1で示した経路が考えられる。3つの柱のうち、「機動的な財政政策」は、政府消費や公共投資の増加を通じて、有効需要の増加に直接つながることになる。12年度補正予算・13年度本予算を通じた景気対策によって12年10-12月期までマイナス成長率に陥っていた日本経済に直接的な成長率押し上げ効果をもたらされることになろう。また、「大胆な金融政策」については、昨年末に実施された衆議院選挙において2%の物価上昇率目標を掲げて自民党が勝利した。これをうけて、日本銀行が1月の金融政策決定会合で2%の物価を目指した金融緩和政策を発表した。

図表1: アベノミクスによるデフレ脱却への道筋



出所: 野村證券

こうした一連の動きによって金融・資本市場では株価上昇や円安の動きが進んできた。こうした動きは、実体経済に対し、(1)円安によって輸出が増加し、それが民間設備投資の増加につながる、(2)円安や株価上昇が企業業績の回復につながり、それが民間設備投資の増加や、賃金上昇を通じた民間消費の増加につながる、(3)株価上昇が資産効果を通じて民間消費の増加につながる、という経路を通じて成長率押し上げに寄与する可能性がある。また、成長率が押し上げられてデフレ・ギャップが縮小すれば、円安による輸入物価押し上げ効果と相まって、インフレ率の上昇、つまりデフ

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。

レからの脱却が視野に入ろう。これまで株価上昇や円安が進行してきたのは、欧州情勢が安定化してきたなどの外部環境の変化だけではなく、このような成長率の上昇やデフレ脱却に向けての動きが期待として織り込まれたことによる面もあったと判断される。「機動的な財政政策」と「大胆な金融政策」の詳細については、次節以降で議論したい。

他方、3つ目の柱である「成長戦略」は、日本経済が中期的にデフレ脱却を果たす上で極めて重要である。公的債務がGDP比で200%以上に膨らんだ日本にとって、財政政策だけで中期的に景気を浮揚し続けることは難しい。「大胆な金融政策」による効果についても、その効果が主として金融・資本市場における期待を通じて発揮されることを考えれば、「成長戦略」によって成長率そのものの底上げを図らない限り、そのデフレ脱却に向けての効果が短期にとどまる可能性が高い。安倍首相は、戦国時代の大名であった毛利元就が3人の息子に残したと言われる逸話にちなんで、3つの政策を「3本の矢」と名付けているが、これは、言い得て妙である。3つの政策が合わせて実行されることではじめて日本経済に持続的なプラス効果がもたらされる可能性が高い。

「成長戦略」の具体的な中身は、主として、閣僚から構成される日本経済再生本部で議論されており、同本部の傘下に設けられた産業競争力会議を中心に議論されている。安倍首相は、1月25日に開催された産業競争力会議の第1回会合での議論を踏まえ、規制改革の推進や、IT政策の立て直し、経済連携の推進などを重点取り組みテーマとするよう政府内に指示した(図表2)。甘利経済再生担当大臣は、成長戦略の要として、戦略市場創造プラン、産業再興プラン、国際展開戦略、を掲げており、その観点から、6月を目処に方針が定められる予定である(図表3)。また、首相が重点取り組みテーマの1つとした規制改革については、内閣府内に規制改革会議が設けられ、健康・医療、エネルギー・環境、雇用の重点3分野と経済活性化について規制緩和が議論される予定である(図表4)。産業競争力会議でまとまった成長戦略実現のための阻害要因となる規制の改革を、規制改革会議が推進していく予定である。このような方向性を担保するため、産業競争力会議の議員である民間出身の岡素之氏(住友商事相談役)が規制改革会議の議長に就任した。規制改革会議も6月を目処に改革の方向性を定める予定である。

図表 2: 日本経済再生本部による今後の重点取り組みテーマ
(2013年1月25日に安倍首相が産業競争力会議での議論を踏まえて取り組みを指示)

分野	具体的な方向性
規制改革の推進	雇用関連、エネルギー・環境関連、医療・健康関連を規制改革の重点分野とする。特に、医療関連産業の世界への展開を視野に医療分野での大胆な改革を目指す。
イノベーション/IT政策の立て直し	世界から最高水準の人材が集積するような社会を実現するように努力
経済連携の推進	諸外国との競争条件の観点から、経済連携協定の締結を推進
責任あるエネルギー政策の構築	エネルギーの安定供給、エネルギーコスト低減の観点を含めてエネルギー政策を見直す
地球温暖化対策の見直し	11月までに25%削減目標をゼロベースで見直すとともに、技術で世界に貢献していく地球温暖化外交戦略を構築する
産業の新陳代謝の円滑化	新しい企業が次々と生み出される環境を整える
若者・女性の活躍推進	女性の積極的活用のために、子育て支援の総合策を採用するとともに、解雇規制の緩和等による人材の流動化を目指す
攻めの農業政策の推進	農産品輸出拡大策の強化、農業競争力強化策について検討
資源確保・インフラ輸出戦略の推進	海外におけるインフラ整備需要を取り込むため、パッケージ型インフラ輸出を促進
クールジャパンの推進	国家戦略として日本のコンテンツやファッションなどを海外に発信する

出所: 日本経済再生本部資料より野村證券作成

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただ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 3: 成長戦略の柱

戦略	ポイント
戦略市場創造プラン	戦略目標として、以下の4つの分野の設定を検討 <ul style="list-style-type: none"> ・国民の健康寿命の延伸 ・クリーンかつ経済的なエネルギー需給の実現 ・安全・便利で経済的な次世代インフラの構築 ・世界を惹きつける地域資源で稼ぐ
産業再興プラン	立地競争力強化などを通じて産業競争力を抜本的に強化。
国際展開戦略	国際展開戦略の構築により、産業投資立国・貿易立国を目指す。

出所: 日本経済再生本部資料より野村證券作成

図表 4: 規制改革会議による主な検討事項

大区分	分野
健康・医療	保険外併用医療(混合医療)の範囲拡大 再生医療の推進 医療機器の承認業務の民間開放推進 一般医薬品のインターネット販売規制見直し
エネルギー・環境	自然公園・温泉地域等での風力・地熱発電の開発地域のゾーニング 電力の小売り全面自由化。送配電部門の中立化など 次世代自動車等の普及加速のためのインフラ整備 石炭火力発電所建設時の環境アセスメントで条件を明確化
雇用	解雇規制の明確化 解雇規制の柔軟化 建設業務への労働者派遣禁止の見直し 派遣元の無期雇用労働者に関する規制緩和 裁量労働制度の適用拡大
創業・産業の新陳代謝	容積率の緩和 用途規制上の既存不適格建築物の増改築に対する取扱い合理化 グループ会社内での事業再編手続き簡素化 産業としての農業の競争力強化 個人型確定拠出年金の加入対象範囲拡大 医療情報の外部保存にかかる国内法律要件の撤廃 企業内容等の開示合理化

出所: 規制改革委員会(内閣府に設置)

なお、日本経済再生本部や規制改革会議がミクロ的な政策を中心に議論するのに対し、マクロ的な政策は政府内に設置された経済財政諮問会議を中心に議論される予定である。経済財政諮問会議には日本銀行総裁が議員として参加しており、金融政策についての点検を3カ月ごとに実施するほか、財政問題についても議論がすすめられる。同会議は6月に「骨太の方針」を発表する予定である。

このように、成長戦略は規制緩和措置も含めて6月を目処にその姿が明らかになる可能性が高い。その内容が構造改革を通じて日本経済の成長力を底上げしていくものになるのか否かが、金融市場での今後の大きな注目点となろう。

(2) アベノミクスの第一の矢 ～機動的な財政政策

公共投資に重点を置いた予算案

アベノミクスの第1の矢を成すのが「機動的な財政政策」である。現時点では2012年度補正予算案、2013年度当初予算案と東日本大震災復興特別会計（復興特会）、2013年度税制改正大綱からなる。その中核を担うのが「日本再生にむけた緊急経済対策」と名付けられた2012年度補正予算であり、財政支出規模13.1兆円、うち経済対策関連支出は10.3兆円にのぼる。この緊急経済対策では重点3分野として「復興・防災対策」、「成長による富の創出」、「暮らしの安心・地域活性化」が掲げられたが、計上された予算の配分を見る限り、公共投資に重点が置かれていることは明白である（図表5）。

図表5: 日本経済再生に向けた緊急経済対策

政策	財政支出	事業規模
復興・防災対策	3.8	5.5
東日本大震災からの復興加速	1.6	1.7
事前防災・減災等	2.2	3.8
成長による富の創出	3.1	12.3
民間投資の喚起による成長力の強化	1.8	3.2
中小企業・小規模事業者・農林水産業対策	0.9	8.5
日本企業の海外展開支援等	0.1	0.3
人材育成・雇用対策	0.3	0.3
暮らしの安心・地域活性化	3.1	2.1
暮らしの安心(医療・子育て等)	0.8	0.9
地域活性化(農業の体質強化等)	0.9	1.2
地方の資金調達配慮・本対策の迅速な実施	1.4	—
公共事業等の国庫債務負担行為	0.3	0.3
経済対策関連計	10.3	20.2
うち公共事業費	4.7	6.8
年金国庫負担2分の1の実現等	2.8	
補正予算合計	13.1	20.2

注: 公共事業費の事業規模は内閣府試算に基づいて野村證券が推定。

出所: 財務省、内閣府資料より野村證券作成

図表6: 一般会計の予算フレーム

	2012年度 当初予算	2013年度 当初予算	15ヶ月予算 (参考)
歳入			
税収	42.3	43.1	43.4
その他収入	3.7	4.1	8.8
公債金	44.2	42.9	48.1
建設公債	5.9	5.8	11.3
特例公債	38.3	37.1	36.8
年金特例公債金		2.6	2.6
合計	90.3	92.6	102.8
歳出			
国債費	21.9	22.2	22.2
基礎的財政収支対象経費	68.4	70.4	70.4
公共事業費	5.6	—	—
公共事業関係経費	4.6	5.3	7.7
社会保障関係費	26.4	29.1	—
地方交付税交付金等	16.6	16.4	—
経済危機対応関連予備費	0.9	—	—
合計	90.3	92.6	102.8

注: 15カ月予算は2012年度補正予算案と13年度当初予算案の合計。

出所: 財務省資料より野村證券作成

2012年度補正予算案では、経済対策関連支出のうち4.7兆円（公共工事等の国庫負担行為を含めると約5兆円）が公共投資に充てられる。同じく、2013年度当初予算案でも公共事業関係費は2012年度の4.6兆円（地域自主戦略交付金（6,551億円）を加えた場合5.2兆円）から5.3兆円（地域自主戦略交付金の廃止に伴う移行額を含む）へと増額された。振り返ってみると、当初予算ベースでの公共事業関係費は1997年度の9.7兆円がピークであり、リーマン・ショック直後の2009年度を例外とすると、2002年度以降は概ね一貫して減額されてきた。安倍政権下では、当面の間、当初予算における公共事業関係費削減の動きは見直されると想定するのが妥当だろう。

安倍政権では、一般会計と同時に復興特会も増額されている（図表7）。2012年度補正予算案では一般会計から1.4兆円が復興特会に繰り入れられたものの、復興経費に組み込まれたのは3,000億円程度であった。ただし、2013年度当初予算案における復興経費は、2012年度当初予算から5,000億円程度積み増され、3.7兆円が計上されている。このうち公共投資は、2兆円程度になるとみられる。

復興特会に関しては、13年度当初予算が増額されただけでなく、予算枠全体を増額する方針が併せて決定された。復興予算枠は当初、2011~15年度の5年間で19兆円とされてきたが、これを25兆円へと増額する方針である。財源には日本郵政の株式売却益で4兆円程度、決算剰余金等で2兆円程度が確保される見込みである。

図表 7: 東日本大震災復興特別会計予算フレーム

2012年度(当初予算)		2012年度(補正予算)		2013年度(当初予算)	
歳入		歳入		歳入	
復興特別税	5,305	復興特別税	252	復興特別税	12,240
復興特別法人税	4,810	税外収入	-2	復興特別法人税	9,145
復興特別所得税	495	一般会計からの繰入	14,493	復興特別所得税	3,095
一般会計からの繰り入れ	5,507	来年度復興財源の追加	-2,790	一般会計からの繰り入れ	12,462
子ども手当見直し	4,272	(復興債の減額)		子ども手当見直し	4,494
高速無料化見直し	1,200			国家公務員等の人件費削減	4,329
エネルギー対策特会株式売却収入	20			前年度剰余金	2,200
公務員宿舍等売却収入	15			高速無料化見直し	1,200
				公務員宿舍等売却収入	239
税外収入	118			税外収入	112
復興債	26,823			復興債	19,026
合計	37,753	合計	11,953	合計	43,840
歳出		歳出		歳出	
東日本大震災復興経費	32,500	東日本大震災復興経費	3,177	東日本大震災復興経費	37,178
復旧・復興事業	22,497	既定経費の減額	-1,120	復興関係公共事業等	8,793
除染等事業	4,513	来年度復興財源の追加	9,895	原子力災害からの復興	7,094
交付税特会への繰り入れ	5,490	(復興債の償還)		地方交付税交付金	6,053
				東日本大震災復興交付金	5,918
国債整理基金への繰入	1,253			国債整理基金への繰入	662
東日本大震災復興予備費	4,000			復興加速・福島再生予備費	6,000
合計	37,753	合計	11,953	合計	43,840

注: 単位は億円。

出所: 財務省資料より野村證券作成

上記のように、安倍政権下での予算配分は、復興関連を含めた公共投資の積み増しが際立っていることが分かる。これらが順調に消化されれば、回復の端緒にある景気を後押しする効果が期待できよう。我々は、2012年度補正予算は4-6月期より景気押し上げ効果が発現すると想定した上で、同予算と復興特会(12年度補正及び13年度予算の合計)に計上された公共事業関係費によって、2013年度の実質GDPは0.6%ポイント程度押し上げられると試算している。

企業活動の活性化を狙った税制改正

次いで2013年度税制改正大綱の内容を確認すると、法人税について13年度2,400億円程度、14年度にさらに900億円程度の減税が見込まれており、政府がデフレ脱却に向けた手段として、企業活動の活性化策を意識していることが分かる(図表8)。内訳を見ると、設備投資関連、研究開発税制の拡充などが法人税減税の太宗を占めているほか、給与等支給増加額の一定割合を税額控除可能とする「所得拡大促進税制」を含む雇用関連減税も盛り込まれた。こうした法人税減税による実質設備投資押し上げ効果は13年度: +0.11%ポイント、14年度: +0.15%ポイントと推計される

(内閣府・短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)による)。もっとも、景気回復とともに同減税がうまく機能すれば、企業業績と雇用・所得環境を通じてさらに大きな効果を生む可能性もある。

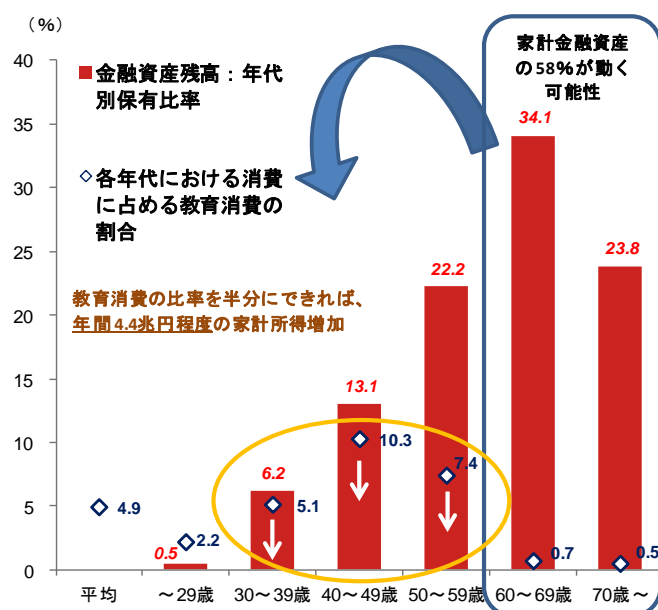
家計関連では、対策の目玉として教育資金の一括贈与に係る贈与税の非課税措置が盛り込まれた。これは子供のいる世帯の教育負担を減らし、その分を消費や投資に向かわせるといった経済効果を狙った政策である。仮に、30～50歳代家計の教育費を半減させる程度の贈与が行われるとすると、同世代の家計所得は年間4.4兆円押し上げられることになる(図表9)。その他、住宅ローンの最高減税額を年40万円に拡大(14年4月から開始)するなど消費税率引き上げによる家計負担増の軽減を狙った措置も盛り込まれた。前回の消費税率引き上げ時(1997年)には大規模な減税策の実施が遅れた(1999年からの実施となった)ため、消費税率引き上げ後、住宅投資が大きく落ち込むきっかけとなったが、14年度の税率引き上げ時には比較的緩やかな減少に留まる可能性が高い。

図表 8: 2013 年度税制改正による増減収見込額

(億円)		
	1年目	2年目
所得税関連	0	-598
うち所得税率引き上げ	0	590
うち住宅税制	0	-1,138
資産税	55	2,136
うち相続税	0	2,510
法人税	-2,400	-919
うち設備投資関連	-1,020	-50
うち雇用関連	-650	-430
うち研究開発税制の拡充	-450	-130
その他	-110	-996
合計	-2,455	-377

出所: 財務省資料より野村證券作成

図表 9: 贈与税の制度改正による影響



出所: 総務省資料より野村證券作成

財政再建とのバランスが今後の課題に

安倍首相は初閣議の基本方針として第1に経済再生を挙げ、「強い経済の再生なくして財政の再建も日本の将来もない」と経済再生を財政再建よりも優先する姿勢を示した。一連の予算案、及び税制改正大綱はこの安倍首相の所信を体現したものになっていると言えよう。ただし、景気刺激を優先する一連の政策に関しては、今後克服すべき多くの課題を抱えている面もある。以下、安倍政権の掲げる財政政策の抱える課題を3点指摘したい。

第1は、消費税率の引上げを後押しするだけの景気押し上げ効果が4-6月期に発揮できるかという点である。政府は7月の参院選を、財務省は9月にも想定される消費税率引き上げの最終判断を睨んで、公共投資の早期実施による景気浮揚を目指しているようだ。このために、12年度補正予算では入札公告の前倒し実施や入札の簡素化、事業の選定などの工夫がなされている。ただし、通常は予算成立後、実際の経済活動に移されるまでには早くても半年程度の時間を要すると想定される。また、震災後の一連の復旧・復興対策や追加景気対策により、建設、公共事業関連業界では、資材や人材といった生産要素不足を指摘する声が高まっている。

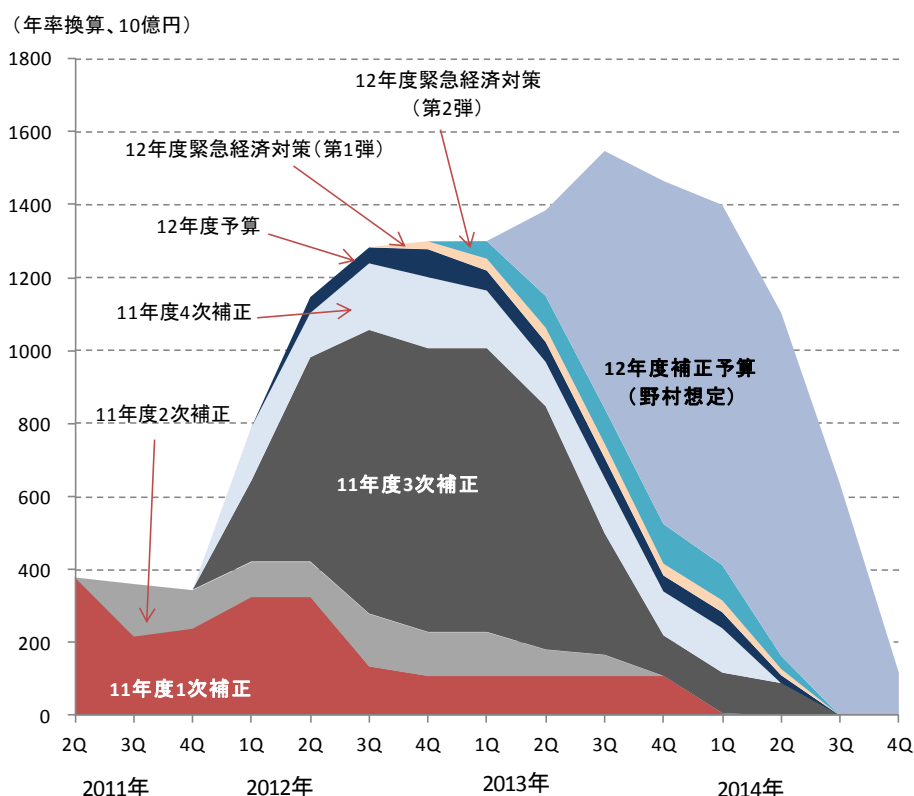
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

我々は、公共投資の早期実施に関しては慎重に見積もっているが、それでも 1-3 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率 +1.7%、4-6 月期は同+2.5%と予想している。我々の予想に基づけば、景気情勢が消費税引き上げ判断の重石になる可能性は低いと言えよう。むしろ、問題となるのはインフレ動向であろう。安倍首相は従来、デフレ下での消費税率引き上げには否定的な見解を示しており、未だその考えを撤回していない。

第 2 は、政策効果剥落による景気下押し圧力の軽減である。我々は 12 年末までに策定された復興・経済対策の効果は、13 年前半中にピークアウトすると想定している。ただし、12 年度補正予算に計上された公共事業関連策がこれを補い、一連の対策効果がピークアウトするのは 13 年末前後と予想している（図表 10）。

図表 10: 復興・経済対策関連公共投資の想定



出所: 各種資料より野村證券作成

仮に消費税率の引き上げが決定されれば、13 年度末にかけて駆け込み需要が想定される一方で、14 年度前半はその反動減と増税効果から景気は大幅に減速することが見込まれる。ちょうど同様のタイミングで公共投資関連の政策効果が剥落し、景気押し下げ方向に転じることになる。すなわち、大型経済対策が景気の乱高下を一層増幅させるリスクがある。我々は、これらの影響を軽減するため、追加経済対策が講じられる可能性が高いと考えており、今回の見通しでは 14 年度に 5 兆円程度の追加対策を想定した。また、15 年 10 月から消費税率がさらに引き上げられる予定であることを考えれば、15 年度に同規模の景気対策が実施される可能性が高い。

第 3 は、財政再建とのバランスである。上記のように、我々は政策の影響を受けた景気の乱高下を緩和するため、5 兆円規模の追加対策を想定しているが、これらの対策は財政再建ペースを従来の想定以上に悪化させることに繋がる。安倍政権は民主党政権下で掲げられた、2015 年度までに基礎的財政収支（プライマリー・バランス）赤字を 2010 年度

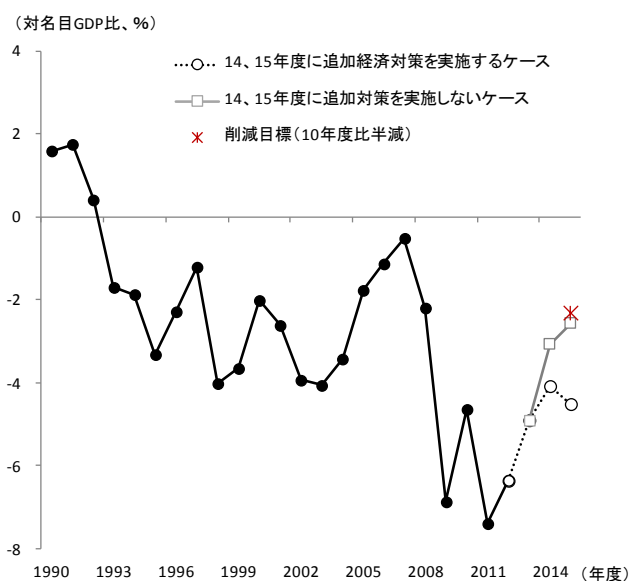
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

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。

比で半減させ、2020年度までに黒字化させるとの財政再建目標を堅持する構えを崩していない。消費税引き上げにより14年度は7.5兆円、15年度も2.5兆円程度の税収増加が見込まれるものの、2年間でそれに匹敵する景気対策を講じるならば、当初は消費税率引き上げによる財政収支改善効果はほとんど見込めないことになる。

2014、15年時点でも、経常収支の黒字が維持され、金融緩和期待が持続している可能性が高いことを考えると、財政再建の遅れが直ちに債券相場を不安定化させるリスクは小さいと考えている。しかし、基礎的財政収支赤字の半減は国際公約であること、政府債務残高が対GDP比200%を上回る高水準にあること、消費税増税も財政再建に繋がらないとの見方を喚起するリスクがあること、等を踏まえると、2016年度以降の財政再建に向けて市場の信託を確保することの重要性は高まる。

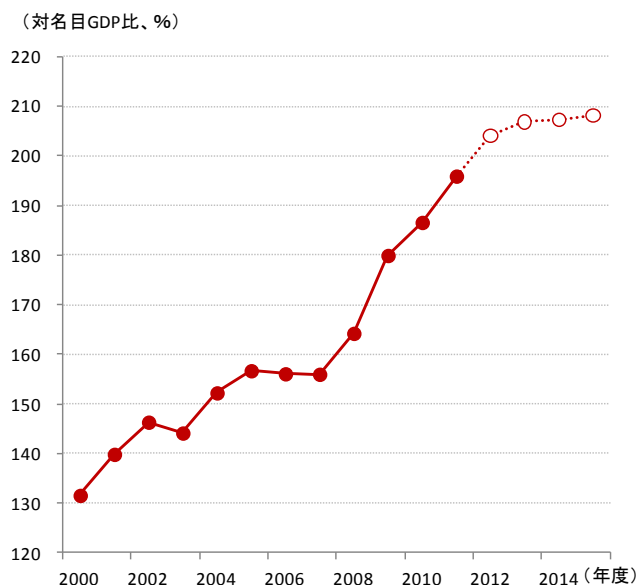
図表 11: 国・地方の基礎的財政収支



注: 2014、15年度に財政支出5兆円(公共投資3兆円)規模の追加経済対策を実施するケースと実施しないケースの比較。

出所: 各種資料より野村證券作成

図表 12: 政府債務残高の推移



注: 復興特会を除くベース。

出所: 各種資料より野村證券作成

(3) アベノミクスの第二の矢 ～大胆な金融政策

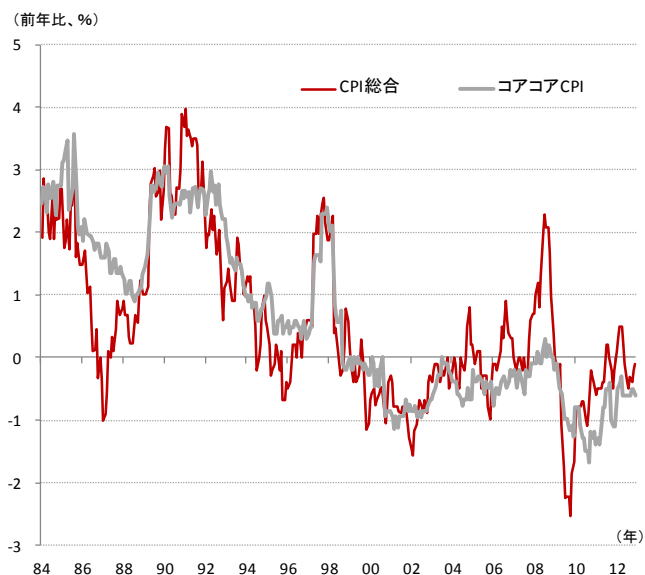
新たな枠組みの下で恒常的な追加緩和圧力がもたらされよう

アベノミクス第2の矢は、「大胆な金融政策(金融緩和)」である。安倍首相は自民党総裁に就任以降、日銀法改正も視野に入れて、日銀に対して物価目標や無制限資産買入策の導入など、具体的な政策内容に言及する形で強力な金融緩和を要請してきた。総選挙における安倍自民党の圧勝、安倍首相の誕生を受け、日本銀行は1月22日、2%の「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入方式」の導入を決定するとともに、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」(共同声明)を公表した。

決定会合直後の市場の反応を見る限り、市場では一連の措置に対して当初想定したほどには日銀の政策運営姿勢が転換する訳ではないと評価したようだ。ただし、我々は今回導入した枠組みは望むと望まざるとに関わらず、日銀にとっては金融緩和を積極化させざるを得なくなる状況を生み出すと考えている。

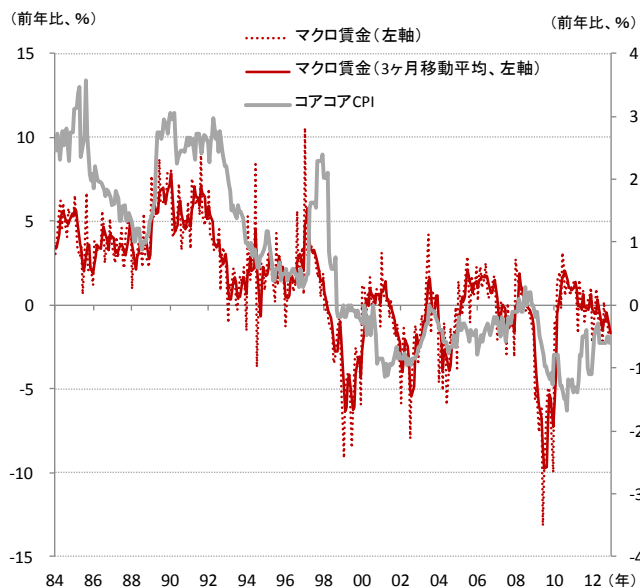
このように考える第 1 の根拠は、2%の物価目標を導入した一方で、具体的な達成時期や測定基準、金融緩和の解除条件の設定を見送った点である。この点は、日銀にとっては政策運営の柔軟性を確保できる面もあろう。一方、政府と日銀の間で、目標達成までの時間軸にずれが生じ易くなることが想定される。佐藤、木内両委員が指摘したように、2%の物価目標を金融緩和で達成するのは難しいと言わざるを得ない。80年代のバブル景気崩壊以降、消費税増税や商品価格高騰時を除いて、安定して2%のインフレ率を達成し得た時期はない(図表 13)。また、足元ではデフレ・ギャップが残存、マクロ賃金の上昇率が低下するなどデフレ圧力はむしろ高まる方向にある。これを金融緩和による直接的景気刺激効果で反転させることは困難であろう(図表 14)。

図表 13: 消費者物価の推移



注: コアコア CPI: 食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価総合
出所: 総務省資料より野村證券作成

図表 14: 消費者物価とマクロ賃金の推移



注: 1. コアコア CPI: 食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く消費者物価総合。2. マクロ賃金=一人当たり賃金×雇用者数
出所: 総務省、厚生労働省資料より野村證券作成

第 2 は、日銀は従来以上に市場の期待に配慮する必要性が高まると考えられる点だ。金融緩和による直接的な景気刺激効果が期待し難い中では、円安や株高の継続などを通じて景気刺激効果を誘発する必要がある。政府が金融緩和政策の成否を判断する基準としても、金融市場動向の重要性が高まろう。実際、金融政策を重視し、金融緩和がデフレ脱却、景気浮揚に対して大きな影響力を有すると論ずる議論の中には、金融政策が有効である根拠として 2012 年 2 月の金融緩和が円安・株高に繋がったと言及する議論が散見される。

第 3 には、日銀総裁も出席する経済財政諮問会議の場で、3カ月に1度、金融政策が集中的に審議されることが決まった点だ。同施策は、政府・日銀による共同声明の中でも「物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し」を「定期的に検証」と明記されている。この検証の場でも、物価見通しが目標値を視野に捉えられない間は、追加緩

和が求められることが予想される。政府と日銀間の足並みの乱れが、市場から円高・株安材料視される間は、日銀に対する緩和圧力が高まり易い状況が続くことが想定される。

当面の間、金融政策を巡る市場の関心は、日銀総裁人事に集中しよう。白川総裁が任期満了を待たずに辞任することを明らかにしたため、予定通りであれば3月20日には、総裁及び2名の副総裁が同時に就任し、新体制がスタートすることになる。現時点では次期総裁候補として武藤敏郎元財務事務次官、岩田一政日本経済研究センター代表理事の2名の副総裁経験者に加えて、黒田東彦アジア開発銀行総裁などが有力視されている（図表15）。

図表 15: 次期日銀総裁の有力候補

氏名	氏名	氏名
岩田 一政(いわた かずまさ)	武藤 敏郎(むとう としろう)	黒田 東彦(くろだ はるひこ)
主な経歴	主な経歴	主な経歴
1970年3月 東大教養学部卒業 1966年4月 経済企画庁入庁 2003年3月 日銀副総裁 2008年6月 内閣府経済社会総合研究所所長 2010年10月 日本経済研究センター代表理事・理事長	1966年3月 東大法学部卒業 1966年4月 大蔵省入省 2000年1月 大蔵省(財務省)事務次官 2003年3月 日銀副総裁 2008年7月 大和総研理事長	1967年3月 東大法学部卒業 1967年4月 大蔵省入省 1971年9月 オックスフォード大学経済研究科修士課程修了 1999年7月 大蔵省(財務省)財務官 2005年2月 アジア開発銀行総裁
金融政策に対するスタンス	金融政策に対するスタンス	金融政策に対するスタンス
<金融政策> ・官民と日銀が共同で様々な外貨建て資産の購入を可能とする50兆円の予防基金の創設を提唱。 ・資産買入等基金での長期国債の年限延長を提唱。 <為替介入> ・外貨建て資産購入の50兆円基金創設提唱。 <インフレ目標> ・政府の成長戦略と平仄を合わせるには、現在の目標である1%の消費者物価上昇が展望できた際に、2%近くに引き上げる必要がある。 <財政ファイナンス> ・(長期国債の買入増額は)市場を通じた購入なので財政ファイナンスとはみなされない。	<金融政策> ・金融緩和という政策目的を遂行するために必要であれば、一時的に国債保有額が銀行券残高を上回っても良いと思う。銀行券ルールをあまり厳格に考えることは本末転倒だ。 <インフレ目標> ・CPI前年比2%以下のプラス、当面1%を目標とし、それに向けて政策運営を行うと表明したことはかなり画期的だ。 ・日銀はまずは1%を目指し、その先の目標は2%ということを示唆している。 <財政ファイナンス> ・中央銀行として、その時(国債が暴落時)は買い支えるというのは一つの選択肢だ。 ・金融緩和という政策について、日銀のコントロールの下で着実に実施していくことが担保されていれば、(大規模な国債買入は)財政ファイナンスとはいえない	<金融政策> ・デフレ脱却に向け、日銀が金融緩和を強化する余地はまだ、十分にある(社債、株、REIT購入にも理解)。 ・(国債の買入増額は)最も一般的かつ適切な方法だ。 <為替介入> ・(外債購入については)法律上の問題がある。 <インフレ目標> ・(導入は)画期的なことであって、非常に正しいことだと思う。 ・目標達成の期間は2年程度が適切だ。

出所: 各種報道より野村證券作成

各候補者が言及してきた政策の中では、岩田氏が掲げる「外債購入ファンド」が注目を集めてきたが、その早期実現の可能性は低いと考えられる。2月中に開催されたG7(先進7ヶ国財務相・中央銀行総裁会議)、G20(20ヶ国・地域財務相・中央銀行総裁会議)では自国通貨安政策が議題となるなど、円安政策に対する懸念が高まってきたうえ、為替介入が財務省の専管事項である現状では、日銀の為替業務を拡大させるためには、日銀法の改正や財務省との折衝なども必要となる。市場では時折、各候補者の金融緩和姿勢の濃淡が話題となるが、既述したように、野村では新たな政策の枠組み内ではいずれの候補者が総裁に就任した場合でも、現行の白川体制以上に政策運営は緩和的になると考えている。

図表 16: 想定される金融政策とそのポイント

インフレ・ターゲット政策の導入	輸番オベの増額・日銀券ルールの凍結
<ul style="list-style-type: none"> ○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 ○金融緩和継続に向けた明確なシグナルに ●実現可能性・具体策に対する市場の不信 ●日銀の独立性をいかに担保するかが問題に 	<ul style="list-style-type: none"> ○利回り曲線全域に対して作用 ○長短需給バランス悪化懸念を緩和 ●日銀券ルールの撤廃は財政ファイナンスとの見方を喚起 ●出口政策が困難化する可能性
資産買入等の基金の増額	超過準備に付される金利の引き下げ
国債購入のオープンエンド化	<ul style="list-style-type: none"> ○短期金利の低下 ○ポートフォリオ・リバランス効果への期待 ●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
国債買入年限の長期化	外国債券の購入
<ul style="list-style-type: none"> ○オープンエンド化と合わせより長期の金利低下 ○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 ●国債引受観測の台頭・出口政策の困難化 ●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 	<ul style="list-style-type: none"> ○資金供給増加・円安効果を期待 △民間資金を活用・運用責任が不明瞭 ●為替介入策として国際的な批判に晒される可能性が高い ●日銀法改正が必要になる可能性もあり、工夫が必要
リスク性資産増額・内容変更	オペレーション・ツイスト
<ul style="list-style-type: none"> ○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 	<ul style="list-style-type: none"> ○より長期の金利低下 ○長短需給バランス悪化懸念を緩和 ●他の政策との整合性が問題になる可能性 ●出口政策が困難化する可能性

注: ○は金融政策のプラス面、●はマイナス面、△はプラス・マイナス両面があることを意味する。

出所: 野村證券作成

日銀が今後、どのような金融政策を講じていくかが明らかになるのは、3月の正副総裁就任後になるろう。我々は、今後の金融政策を見通す上では、1) 政策の有効性、2) 償還年限毎の債券市場の需給バランス、3) 日銀のリスク許容度、4) 市場の歪みなどの副作用に対する配慮や出口政策とのバランス、の各項目に対する新体制のスタンスがポイントになると考えている。

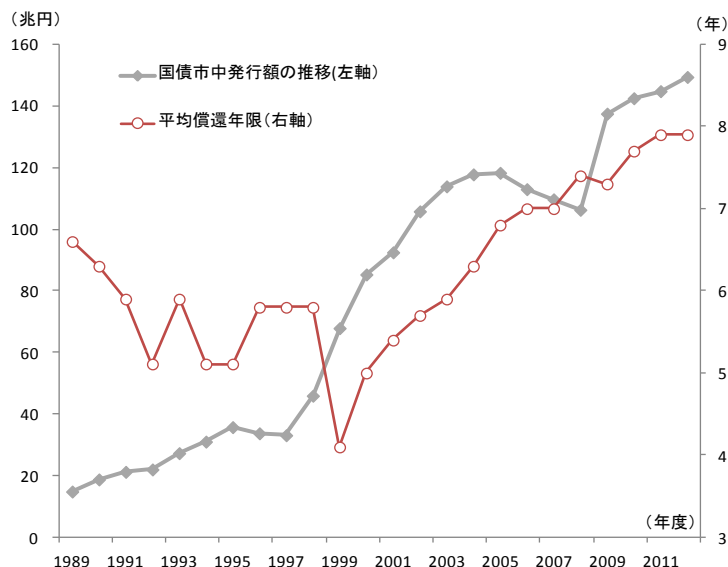
第1に、現在は実質的なゼロ金利環境下でも民間部門の資金需要が高まらず、金融緩和による直接的な景気浮揚効果が期待し難い状況にある。このような環境下で金融緩和の効果を実際の経済活動に浸透させるためには、市場の期待に働きかけ、長期金利の低下や円安・株高を演出することが肝要となろう。継続的に市場の期待をいかにして繋いでいくのか、が政策選定の鍵を握ろう。

第2に、政策決定に際して、債券市場における需給バランスをどの程度考慮するかである。供給面では借換債を含め国債発行額が増加すると同時に、平均残存年限が長期化する傾向がある(図表17)。一方で、ここまでのところ資産買入基金を通じて日銀が購入する国債の残存年限は3年までに限定されている。

また、銀行は低金利環境下でも比較的慎重な債券運用を続けており、大手行が保有する国内債券の平均残存期間は2年半ば程度に抑制されている。比較的長期ゾーンへの投資額が大きい地域銀行でも4年程度、信用金庫では4年半程度であり、国債市場における需給のミスマッチが拡大しつつある可能性がある。

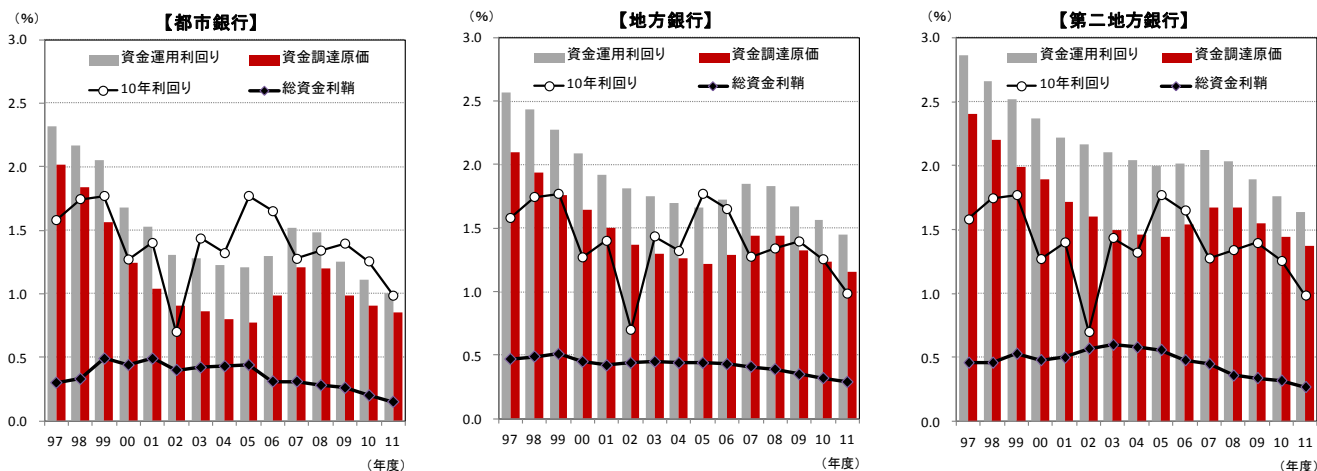
我々は、より長期の金利低下を促すため、日銀が買入国債の償還年限を5年程度まで拡張する可能性が高いと考えている。金融政策の変更を受けて、民間金融機関がより長期の国債需要を高めることに繋がれば、債券市場における需給ミスマッチの解消に貢献することも期待できる。

図表 17: 国債の市中発行額と平均償還年限の推移



注:2011 年度までは実績、2012 年度は補正後。
出所:財務省資料より 野村證券作成

図表 18: 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。
出所: 全国銀行協会資料より野村證券作成

今後は日銀が金融緩和姿勢をより積極化させることが予想されるものの、各追加緩和策には副作用もあり、日銀は難しい政策判断を迫られることになる。我々は、現時点では追加緩和策として、1)資産買入基金を通じた国債買入額の増額と年限の長期化、2)日銀券ルールの一時的凍結と輪番オペの増額が、有力であると考えている。新たに導入した、いわゆる「オープンエンド型」政策との親和性の面では、前者の方がより高く、市場の期待も購入額の増額と年限長期化に向かい易いのではないだろうか。また、市場の一部にはリスク資産買入額の増額を期待する向きもあるようだ。為替、

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。

株式相場が不安定化すれば、リスク資産の買入額を増額する可能性も浮上しようが、現在のような円安・株高が継続する限り、その可能性は低いだろう。

総裁・副総裁ともに国会同意人事であり、候補者は両院本会議での採決に先立って、議院運営委員会において所信表明を行い、その後質疑応答に応じる必要がある。質疑応答は非公開であるが、総裁候補がこの場で具体的な金融政策に言及すれば、今後の日銀の政策運営姿勢を見極める上で重要な手掛かりとなろう。

(4) 輸出回復の一方で、対外収支改善には懸念が残ろう

世界景気回復の波に乗る日本の輸出

2012年10-12月期の実質輸出（通関ベース）は前期比-4.1%と、7-9月期の同-6.8%から2四半期連続でマイナス成長となったものの、減少幅は小幅縮小した。背景にはアジア諸国で在庫調整が進み、景気回復の兆しが見え始めたことにある。アジア経済は2013年を通じて景気回復基調を辿り、日本の輸出回復を牽引すると予想している。また、米国経済は給与減税措置廃止など財政問題が及ぼす悪影響を主因として1-3月期成長率は比較的低調となるものの、13年後半以降は前期比年率3%程度の高い成長が見込まれる。このような世界景気回復を反映して、日本における13年度実質輸出成長率（GDPベース）は前年度比+1.3%、14年度は同+7.5%と大幅に加速する姿を予想している。

円安進行にも関わらず、貿易収支の赤字幅は拡大する見通し

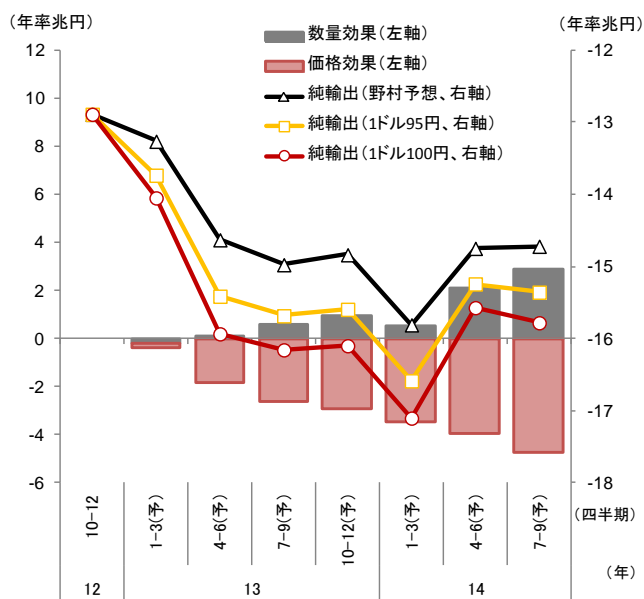
デフレ脱却に向けた成長戦略への期待から、為替相場では円安が加速してきた。1月のドル円相場（月中平均）は前月比+6.6%と急速に増価（円安・ドル高）し、行き過ぎた円安を懸念する声も聞かれる。一方、一部の要人からは1ドル95円（岩田一政日本経済研究センター理事長）、あるいは同100円（浜田宏一イェール大名誉教授・内閣官房参与）までの円安を容認する声も聞かれた。確かに円安は輸出物価の低下を通じて輸出数量を伸ばし貿易収支を改善させることが期待できる一方、輸入価格の上昇を通じて貿易赤字拡大に寄与する面がある。

野村証券では2013年1-3月期末のドル円相場を1ドル87円、その後も円安方向で推移すると想定している。この場合、2013年度と2014年度の名目純輸出は約15兆円弱の赤字を見込んでいる。円安にも関わらず収支が改善しないのは、輸出の増加による数量効果の恩恵よりも、輸入価格上昇の影響が大きいと試算されるためである。この状況の下でドル円相場が13年1-3月期に1ドル95円に達し、この水準が14年7-9月期まで継続するとした場合、13年度の名目純輸出は0.7兆円、14年度は0.6兆円程度、野村予想比で赤字幅が拡大すると試算される。さらに1ドル100円まで円安が進行した場合には、13・14年度ともに1.1兆円程度の赤字幅拡大が見込まれる（図表19）。

原油価格20%上昇で約3兆円の貿易・サービス収支の赤字拡大が予想される

原油価格の動向も対外収支を考えるにあたって重要である。昨年末以降、WTIスポット価格は上昇し、2013年1月は月中平均で前月比+7.5%となった。原油価格上昇は輸入物価の上昇を通じて名目輸入を増加させ、貿易赤字を拡大させる。円安効果の検証と同様に、2013年1-3月期のWTIスポット価格が野村予想（92ドル/バレル）に対して+20%上昇し、この水準が14年7-9月期まで継続すると想定した場合、13年度の貿易・サービス収支は2.8兆円、14年度は2.9兆円程度、対野村予想比で赤字幅の拡大が見込まれる（図表20）。原油価格の上昇は明らかに貿易収支悪化要因となるが、仮に為替相場が円安が進行したとしても、貿易・サービス収支赤字の改善は見込み難い。これが更なる円安を生じさせ、「円安が円安を呼ぶ」悪循環に陥ることが、日本の対外収支におけるリスク要因と考えられる。

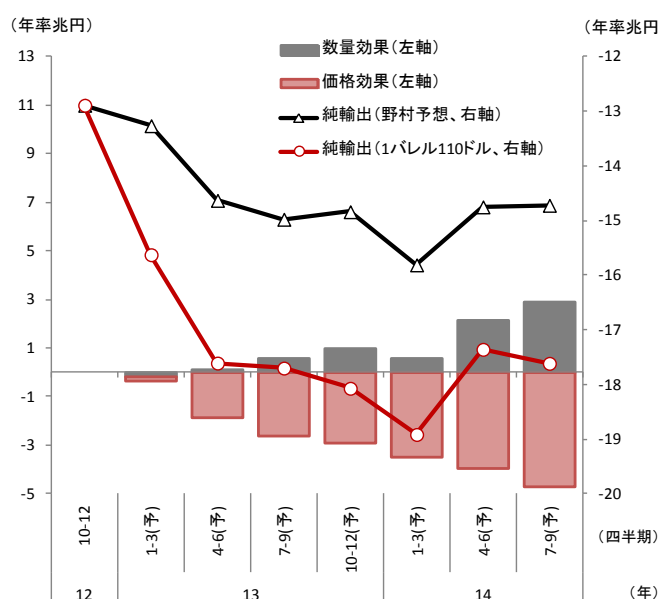
図表 19: 各為替相場想定と名目純輸出の推移



注: 数量・価格効果は、野村予想時における 2012 年 10-12 月期名目純輸出実績からの変化幅を要因分解したもの。

出所: 内閣府マクロモデル(2011 年版)資料より野村證券作成

図表 20: 原油価格と名目純輸出の推移



注: 数量・価格効果は、野村予想時における 2012 年 10-12 月期名目純輸出実績からの変化幅を要因分解したもの。

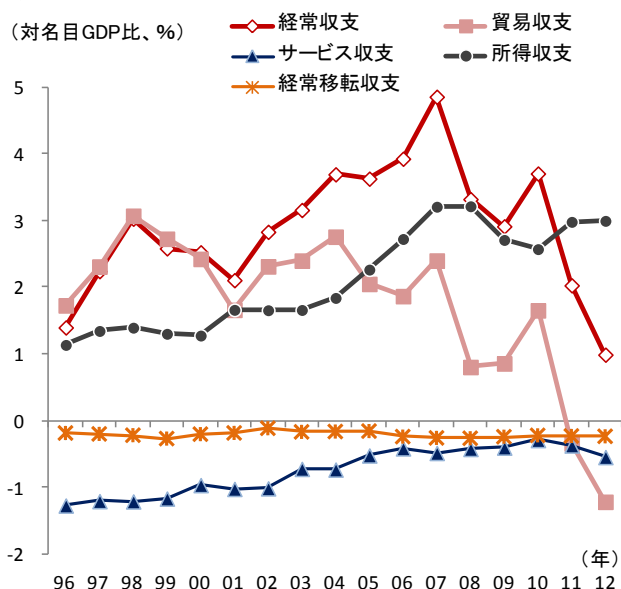
出所: 内閣府マクロモデル(2011 年版)資料より野村證券作成

所得収支の黒字が貿易・サービス収支赤字をカバーする構造へ

国際収支統計によれば、2012 年の経常収支は 4 兆 7036 億円の黒字と、比較可能な 1985 年以降で最少となった。対名目 GDP 比で見ると、貿易・サービス収支は-1.8%、所得収支は同+3.0%となり、貿易・サービス収支の赤字を所得収支の黒字で賄う構造が 2011 年に続き見られた(図表 21)。12 年の所得収支は直接投資収益が前年比寄与度で+2.7%ポイント押し上げた結果、前年比+1.6%増加した。アジアを中心に海外直接投資が足元まで順調に伸びていることを踏まえれば、今後も貿易収支の赤字を所得収支の黒字で賄う構図が続くと予想される。

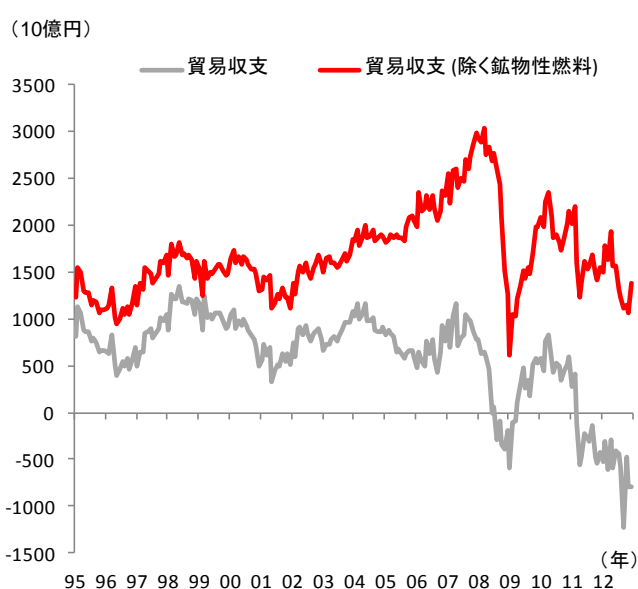
他方、従来、貿易収支悪化の主因は鉱物性燃料輸入の増加であった。通関統計で見た鉱物性燃料の輸入は、名目・実質ともにリーマン・ショック時を除いて基調的に増加してきた。ただし、2007 年頃を境に、鉱物性燃料を除いた貿易収支も減少傾向が続いている(図表 22)。このような動きが日本の輸出競争力が構造的に低下したことを示しているのであれば、世界経済の回復・円安下で想定以上に貿易赤字が拡大するリスクがあり、注視していきたい。

図表 21: 経常収支各構成項目における対名目 GDP 比



出所: 財務省、内閣府資料より野村證券作成

図表 22: 鉱物性燃料を除く貿易収支



出所: 財務省資料より野村證券作成

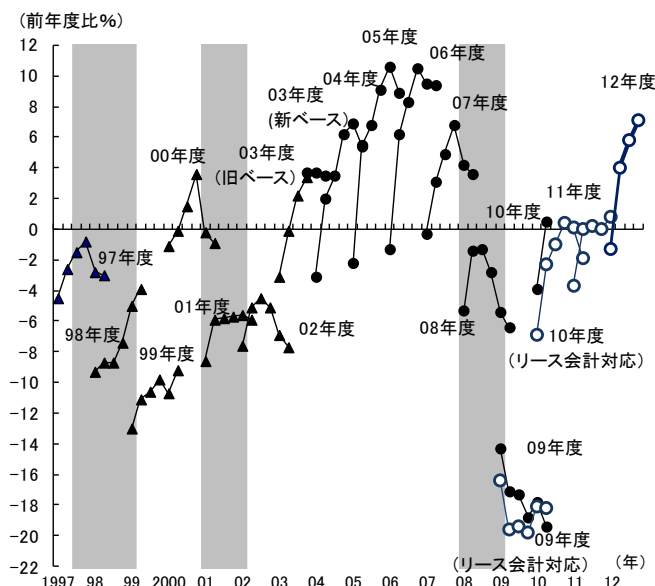
(5) 製造業の動向が設備投資の先行きの鍵となろう

製造業の弱さを非製造業が補う

2012年10-12月期の実質設備投資は前期比-2.6%と、4四半期連続で減少し、年間を通じて低迷していたことが示された。しかし、足元では徐々に回復の兆しが見えつつある。資本財出荷指数（輸送機械を除く、国内向け）は11月の前月比+3.5%から12月は同+10.5%へと加速し、2カ月連続で上昇した。日銀短観（12月調査）では、2012年度の設備投資計画（全規模・全産業）が上方修正され、前年度比+7.1%と高い伸び率を示した。これらの点を考慮すると、1-3月期以降、設備投資ははっきりとした持ち直しの動きを見せる可能性が高いと考えられる（図表23）。

設備投資の先行指標とされているコア機械受注（船舶・電力を除く民需）は12月に前月比で3カ月連続上昇、10-12月期では前期比+2.0%と、3四半期振りにプラスに転じている。10-12月期の業種別の受注動向を確認すると、製造業では前期比-3.9%と3四半期連続での減少となったが、非製造業では前期比+6.3%と大幅に増加し、4四半期連続での増加を記録した（図表24）。業種別にみると非製造業では、復興需要と公共事業を中心とした経済対策の恩恵を受ける建設業（同+26.8%）が堅調に推移した上、金融業・保険業（同+19.5%）なども増加に寄与している。

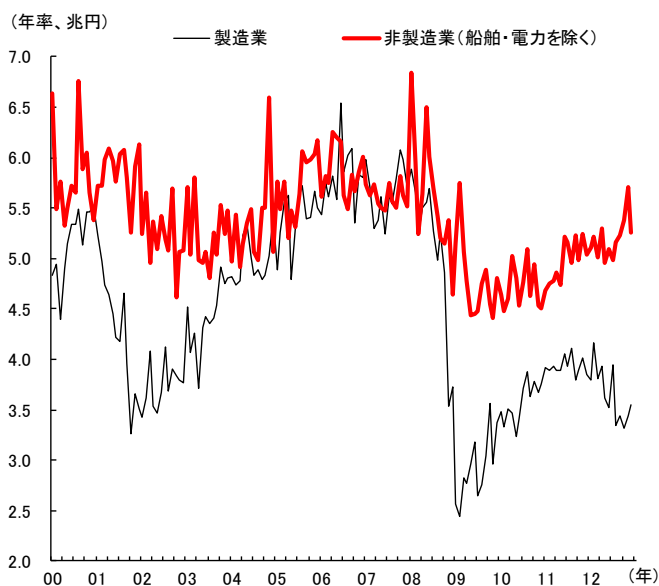
図表 23: 日銀短観設備投資計画
(含む土地投資額)の修正状況



注: 1. 全規模・全産業の計数。過去の数字については定例見直しを反映していない。2. 2004年3月調査より新ベースに移行している。2003年12月調査については新ベースでの再集計が行われている。図中では旧ベースは▲、新ベースは●、新ベース(リース会計ベース)は○として区別している。3. 網掛け部分は内閣府景気基準日付に基づく景気後退期を示す。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村證券作成

図表 24: 需要者別機械受注額



出所: 内閣府資料より野村證券作成

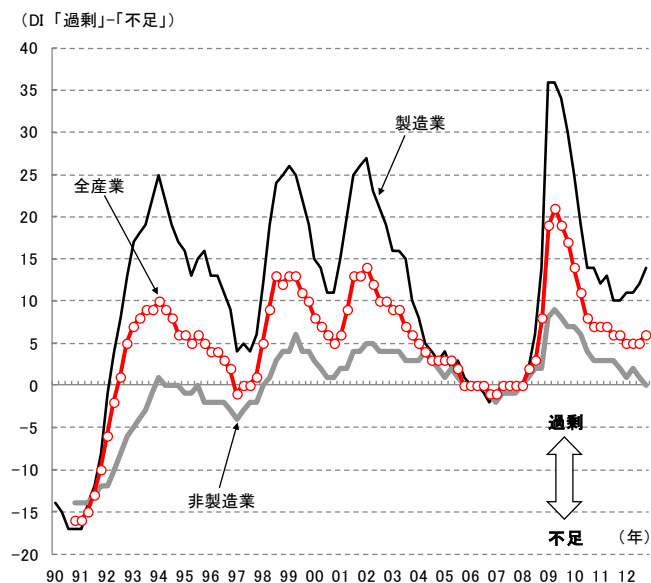
設備投資は外需の改善と歩調を合わせて本格的な回復局面へ

また、機械メーカーによる2013年1-3月期の機械受注見通しでは、コア機械受注全体で前期比+0.8%となったが、製造業では同-0.1%、非製造業では同+0.4%と、製造業の弱さを非製造業が補うという関係が続くことが示唆されている。日銀短観(12月調査)の設備投資の過剰感を問う生産・営業用設備判断DI(全規模合計)でも、製造業では悪化(12→14)したが、非製造業では改善(1→0)しており、同様の図式が確認できる(図表25)。

今後、設備投資が本格的に回復するためには、製造業の設備投資需要の回復が欠かせないだろう。製造業の設備投資需要を探る上で重要な稼働率指数(保有する生産要素から生産可能な数量と実際の生産数量の比率)をみると、2012年12月には前月比+2.9%と大幅に改善している。この背景には足元での輸出回復があろう(図表26)。我々は海外景気の本格的な持ち直しを受け、GDPベースの実質輸出は1-3月期に前期比+0.5%と3四半期振りにプラスに転じ、4-6月期には同+1.6%と加速していくと予想している。外需の改善が続くと共に、製造業は稼働率を高め、設備投資需要を回復させていくことになるだろう。

前述したように2013年度以降は法人税減税が実施され、実質設備投資への押し上げ効果が期待される。法人税減税の中には国内設備を促進するための措置(設備投資が減価償却費を上回り、前年度比+10%以上となることが条件)が設けられ、即時償却制度の適用について太陽光・風力発電設備の期限延長、コージェネレーション設備等への対象範囲の拡充が盛り込まれた。別途議論されている成長戦略が今後徐々に実行に移されることを考慮すると、設備投資が予想以上に拡大していく可能性もあろう。

図表 25: 企業の設備過剰感の推移(全規模ベース)



注: 調査方法の変更起因する 2003 年 12 月調査以前と、2004 年 3 月調査以降との段差は、2004 年 3 月調査以降の水準に合わせる形でそれ以前の水準を修正した。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 26: 実質財輸出と製造業の稼働率指数



注: 実質財輸出は名目輸出を財別に輸出物価指数で実質化、季節調整は野村證券による。

出所: 財務省、日本銀行、経済産業省資料より野村證券作成

(6) 円安による国内物価上昇圧力は限定的

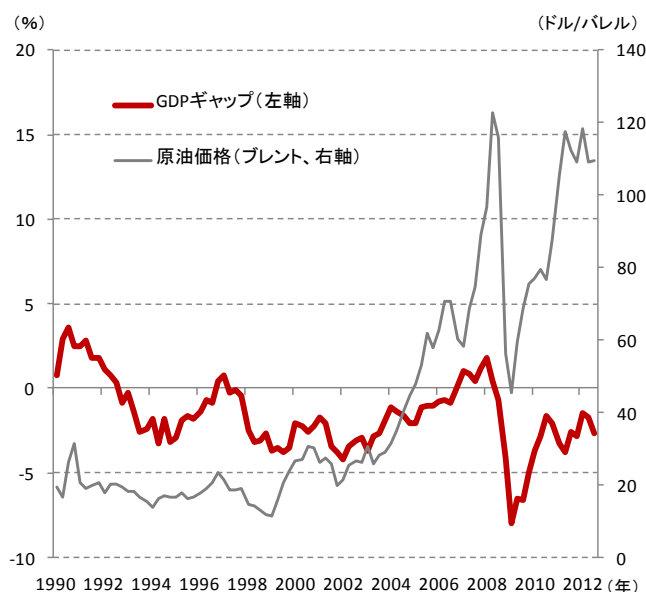
デフレからの脱却が緩やかに進むと予想

コア CPI (生鮮食品を除く総合指数) は、2012 年前半こそ前年比プラスの領域に至ったが、年後半には再び前年比マイナスとなった。商品市況の低調、震災からの復興需要の一段落や輸出の不調による景気減速がこの背景にある。実際、2012 年の原油価格 (ブレント) は前年比+0.6%と小幅な伸びに止まり、内閣府試算の GDP ギャップ (= (実際の GDP-潜在 GDP) /潜在 GDP) も 7-9 月期時点で依然-2.7%とマイナス方向に開いた状態が続いている (図表 27)。ただし、輸出や国内生産に回復の芽が出始めたことを踏まえ、我々は GDP ギャップが再び縮小に向かい、インフレ率も緩やかな上昇基調を辿ると予想している。

円安がインフレ率を加速させる効果

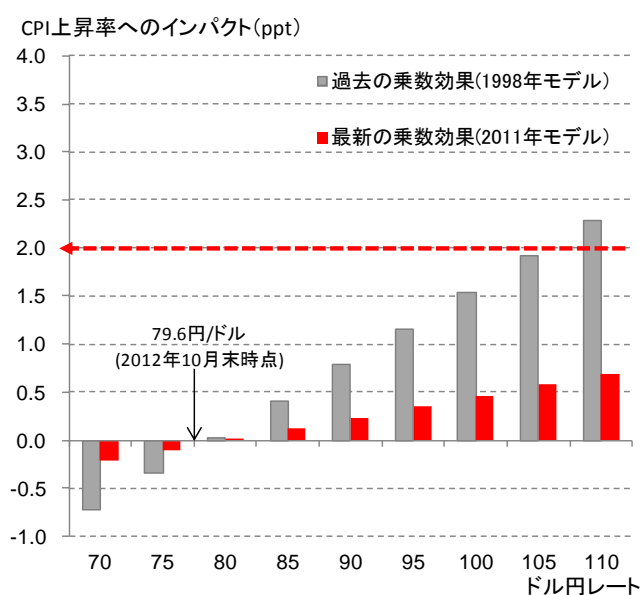
ここで注目すべきなのが、円安の影響である。円安は、<1>輸出増を促し需給ギャップ縮小に寄与する点、<2>輸入物価を上昇させる点からインフレ率の上昇要因になりうる。内閣府の短期日本経済マクロ計量モデルを用いて、円安が国内物価に与える影響を試算した (図表 28)。試算結果をみると、1 ドル 90 円の為替水準が今後二年間継続した場合、円安の効果による CPI の押し上げ幅は 0.24%ポイントに止まる。仮に 1 ドル 100 円まで円安になった場合でも、CPI の押し上げ幅は 0.46%ポイントであり、円安だけを頼りにインフレ率 2%を目指すのは容易でない。なお、過去の内閣府モデル (1998 年版) を用いた場合には、1 ドル 90 円の想定で CPI を 0.78%ポイント押し上げ、1 ドル 100 円では 1.53%ポイント押し上げとの結果になる。エネルギー効率の向上、需要不足による価格転嫁ペースの鈍化、期待インフレ率低下の影響など、様々な要因によりインフレ率が上がり難くなってきた点にも注意が必要だろう。

図表 27: GDP ギャップと原油価格の推移



出所: 内閣府、e-AURORA より 野村證券作成

図表 28: 円安が2年間でインフレ率に与える影響



注: 1. 内閣府・短期日本経済マクロ計量モデルの2年目の乗数を利用し、2012年10月末時点のドル/円レート(79.6円)を基準に、円安が進み、その水準が継続した場合、CPI伸び率が年間何%押し上げるかを見ている。
2. シミュレーション結果となる乗数表にはCPIへの影響が含まれていないため、その影響をGDP統計の民間最終消費支出デフレーターで代替している。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

予想外の強さを見せた個人消費

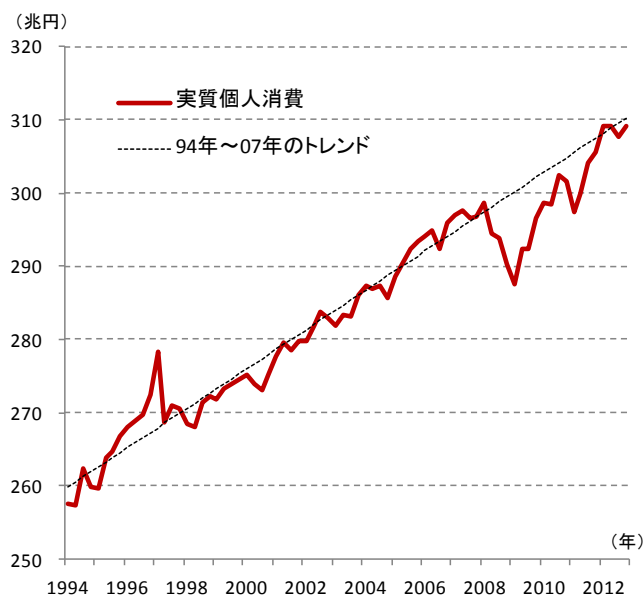
昨年10-12月期に関しては、個人消費が思いのほか好調だった点を見逃すわけにはいかないだろう。昨年半ば頃から輸出・国内生産の減少が続き、エコカー補助金制度の政策効果が剥落する中で、10-12月期の実質個人消費は前期比+0.4%と高い伸びを示した。リーマン・ショック後の日本経済では、特に個人消費の堅調さが際立ってきたが、今回の結果はその流れが足元まで継続している可能性を示すものとみて良いだろう（図表29）。

気温の急激な変化が冬物消費を刺激

堅調だった10-12月期の個人消費の内訳を家計調査で確認すると、「被服及び履物」（前期比+7.2%）や「教養娯楽」（同+2.8%）、「光熱・水道」（同+2.0%）などの項目が個人消費の増加に大きく寄与している。

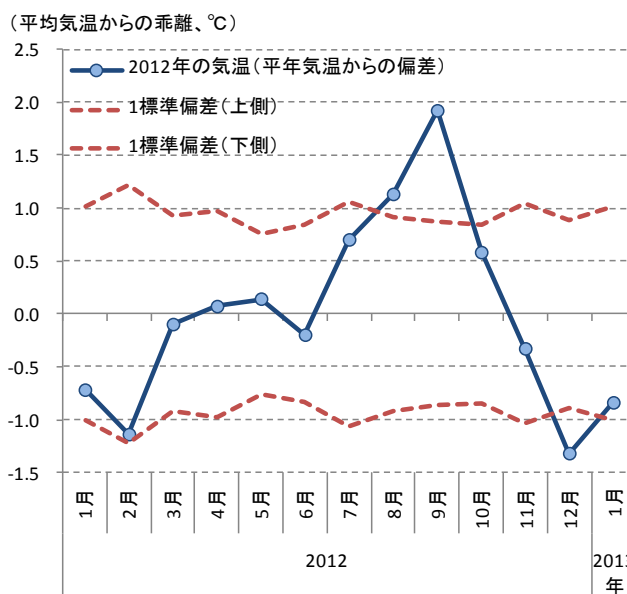
このうち、「被服及び履物」と「光熱・水道」は気温の急激な変化に影響された可能性が高い。実際、2012年は気温が大きく上下に振れた年であった。気象庁のデータで2012年の気温を確認すると、8、9月に掛けて例年を大きく上回る暑さに見舞われたのち、12月に掛けて急速に気温が低下したことが明らかである（図表30）。この寒暖差が冬物衣料の販売好調や、暖房の使用による光熱費の増加に繋がったとみて良いだろう。ただし、1月に入り気温の低下度合いには緩和の色がみられる。11月から年始に掛けての冬物消費が活発だった分、1-3月期にはその反動が表れる可能性がある点には注意しておきたい。

図表 29: 実質個人消費の推移



出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 30: 2012年の気温と過去の平均気温の乖離



注: 平均気温からの乖離幅。平均気温は1981年から2010年までのデータで計算。

出所: 気象庁データより野村證券作成

新車販売の底堅さも個人消費の伸びに寄与

個人消費の強さのもう一つのポイントとして、乗用車の販売動向が挙げられる。エコカー補助金制度が昨年9月下旬に終了したにも関わらず、国内新車販売台数は早くも11月には回復を始め、直近2013年1月は年率470万台の売り上げを記録した。これは、過去二回のエコカー補助金制度実施時と比べても遜色ない高水準である(図表31)。

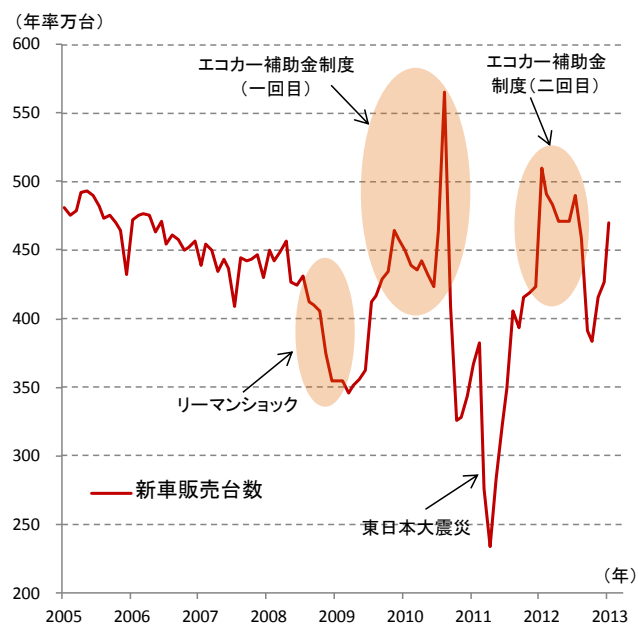
注意すべきは販売店による割引と新型車の投入による影響

しかし、足元の乗用車販売の力強さが今後も継続すると考えるのは早計だろう。これは、(1)乗用車の販売店がエコカー補助金を代替するような割引をしており、(2)新型車の投入を待っていた消費者が、10月以降購買活動を活発化させている可能性が高いためである。仮にこの見方が正しいとすれば、直近のエコカー補助金制度で駆け込み需要が発生しなかったことも自然な結果だと言えるだろう。

乗用車は年央の個人消費を押下げる可能性も

政府主導のエコカー補助金制度と異なり、各販売店による自発的な割引活動がいつまで継続されるかは不明である。しかし、2月頃には新型車の投入が落ち着き始める点を踏まえれば、恐らく春頃には新車販売台数もピークを過ぎるのではないだろうか。2014年4月には消費増税を控えていることから、新車販売台数は2013年度中に再び増加に向かい始める可能性が高いと思われるが、4-6月期、7-9月期には一旦個人消費を押し下げる方向に作用することとなる(図表32)。

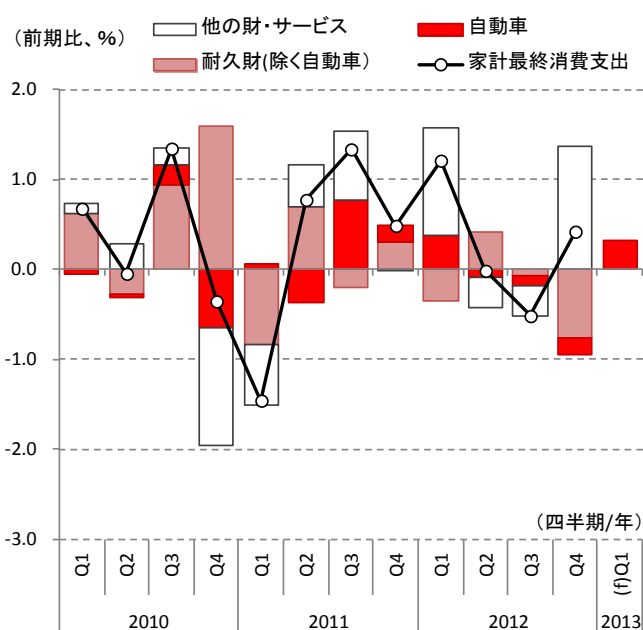
図表 31: 国内新車販売台数の推移



注: 季節調整は野村証券による。

出所: 日本自動車販売協会連合会資料より野村証券作成

図表 22: 乗用車が個人消費に与えた影響



注: 1-3 月期の計数は、2,3 月の新車販売台数が 1 月と同じだった場合の試算値。

出所: 内閣府、総務省資料より野村証券作成

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、%)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
全世界	3.0	3.0	3.8	3.3	3.3	3.5	2.99	3.12	3.24
先進国	1.2	0.8	1.9	2.0	1.6	1.8	0.45	0.38	0.41
新興国	5.2	5.5	5.8	4.7	5.2	5.3	5.97	6.21	6.24
米州	2.3	2.2	3.3	3.6	3.7	3.7	2.07	2.23	2.30
米国	2.2	1.7	3.1	2.1	1.6	1.6	0.13	0.13	0.13
カナダ	1.9	1.6	2.3	1.5	1.3	2.0	1.00	1.00	1.75
ラテンアメリカ	2.7	3.4	3.9	8.1	9.6	9.1	7.44	8.00	7.83
アルゼンチン	2.0	4.0	3.5	26.4	32.3	29.7	15.00	17.00	14.00
ブラジル	0.9	3.5	3.5	5.8	6.0	5.8	7.25	8.25	8.00
チリ	5.4	5.5	5.0	1.5	3.3	3.0	5.00	5.25	5.25
コロンビア	3.8	4.2	4.5	2.4	2.7	3.5	4.25	3.50	4.50
メキシコ	4.0	3.5	4.5	4.1	3.4	3.5	4.50	4.00	4.50
ベネズエラ	5.5	-1.0	3.0	20.1	35.5	27.6	14.55	17.00	16.00
アジア・太平洋地域	5.4	5.4	5.8	3.0	3.6	4.1	4.66	4.90	4.95
日本	1.9	0.9	1.9	0.0	0.1	2.3	0.05	0.05	0.05
豪州	3.5	2.2	2.6	1.8	2.6	2.5	3.00	2.75	3.00
ニュージーランド(NZ)	2.7	3.2	3.3	1.7	2.4	2.8	2.75	3.50	4.25
アジア(除く日本・豪州・NZ)	6.2	6.4	6.6	3.7	4.3	4.5	5.65	5.90	5.90
中国	7.8	7.7	7.5	2.6	3.5	4.0	6.00	6.50	6.50
香港	1.2	2.5	3.5	4.1	4.3	4.3	0.40	0.40	0.40
インド	5.3	6.0	6.6	7.5	7.2	6.9	8.00	7.50	7.00
インドネシア	6.2	6.1	6.2	4.3	5.2	5.1	5.75	6.25	6.75
マレーシア	5.3	4.3	4.6	1.7	2.4	2.5	3.00	3.50	4.00
フィリピン	6.6	6.4	5.8	3.1	4.6	4.5	3.50	4.00	4.50
シンガポール	1.2	2.4	4.2	4.6	3.9	3.6	0.38	0.48	0.50
韓国	2.0	2.5	3.5	2.2	2.7	3.0	2.75	2.75	3.25
台湾	1.2	3.0	3.5	1.9	2.3	2.3	1.88	2.13	2.13
タイ	6.0	4.5	5.0	3.0	3.2	3.1	2.75	2.75	3.25
欧州先進国	-0.4	-0.6	0.2	2.6	2.0	1.7	0.71	0.50	0.50
ユーロ圏	-0.5	-0.8	0.0	2.5	1.9	1.5	0.75	0.50	0.50
オーストリア	0.6	-0.1	0.8	2.6	2.4	2.0	0.75	0.50	0.50
フランス	0.0	-0.5	0.5	2.2	1.7	1.7	0.75	0.50	0.50
ドイツ	0.9	0.5	0.7	2.1	1.7	1.4	0.75	0.50	0.50
ギリシャ	-6.6	-5.5	-2.0	1.0	0.2	0.2	0.75	0.50	0.50
アイルランド	0.5	0.8	1.3	1.9	0.5	0.7	0.75	0.50	0.50
イタリア	-2.2	-2.5	-1.3	3.3	2.0	1.4	0.75	0.50	0.50
オランダ	-0.9	-1.2	0.1	2.8	3.1	2.3	0.75	0.50	0.50
ポルトガル	-3.2	-3.3	-0.1	2.8	0.0	0.7	0.75	0.50	0.50
スペイン	-1.4	-2.5	-1.5	2.4	2.0	1.1	0.75	0.50	0.50
英国	0.0	0.4	0.9	2.8	2.7	2.4	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	1.8	2.4	3.5	5.5	4.2	4.4	4.41	4.10	4.76
チェコ	-1.1	0.0	1.4	3.3	1.8	1.7	0.05	0.05	1.00
ハンガリー	-1.7	-0.5	0.9	5.7	3.8	4.5	5.75	4.50	4.50
イスラエル	2.8	3.0	3.5	1.7	2.6	2.7	1.75	1.75	2.50
ポーランド	2.0	1.7	3.0	3.7	1.5	2.8	4.25	3.25	4.50
ルーマニア	-0.1	0.6	1.5	3.3	3.4	3.2	5.25	5.25	6.00
南アフリカ	2.4	2.6	3.2	5.7	5.6	5.5	5.00	5.00	6.00
トルコ	3.0	4.5	5.5	8.9	6.7	6.3	5.50	5.50	5.50

注: 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国 GDP の割合を基に算出(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、2012年実績 112ドル/バレルに対して、2013年 113ドル/バレル、2014年 106ドル/バレル。3. インドの物価は卸売物価指数。ラテンアメリカの消費者物価は各年 10-12 月期の前年同期比。4. 2012~2014 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。2012~2014 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. 2013 年 2 月 15 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けますようお願い申し上げます。

経済見通しのポイント

米国

- 連邦債務上限問題を巡るリスクは後退したが、財政を巡る交渉は2013年1-3月期を通じて続けられよう。
- 2013年後半には、企業設備投資の回復に主導された成長加速が見込まれる。
- 高水準の失業率や低い設備稼働率が示すように、経済にはかなりの余剰生産能力があり、引き続きインフレを抑制しよう。
- 連邦公開市場委員会(FOMC)は13年7-9月期末まで現在のペースで長期資産購入を継続し、その後購入額を徐々に減らすと予想される。
- 住宅市場の回復が、投資、雇用創出、総需要を支えよう。
- 世界経済の成長減速、米国財政が緊縮的となることが成長見通しの主なリスク要因である。

欧州

- 財政引締めや金融機関のディレバレッジ(債務削減)、国債市場の緊張が続き、ユーロ圏は予想以上に厳しい景気後退に陥ろう。
- 金融市場がやや落ち着きを取り戻し、欧州安定メカニズム(ESM)による銀行直接支援が遅れるなか、スペインが強化条件付きクレジットライン(ECCL)の申請を先延ばしする可能性があるが、野村ではいずれ同国がECCLを申請するとの基本的見方を維持する。
- 当面は相対的に穏やかな状態が続くものの、市場が支援の枠組みの強度を試し、重債務国に対する圧力が再び高まる公算が大きい。
- 実質GDPのマイナス成長、不良債権の増加、政府債務の拡大見通しは、引き続き大きな障害となろう。
- ユーロ圏の景気低迷が予想されるため、欧州中央銀行(ECB)による0.25%ポイントの利下げ予想(13年6月)を維持する。
- 英国の消費者物価(CPI)インフレ率は、政策目標(前年比+2.0%)を上回るも同+3.0%を割り込む水準に減速した。とは言え、13年も下げ渋りが続くともみられる一方、ユーロ圏では政策目標(同+2.0%に近いがそれを下回る水準)を下回る可能性がある。
- イングランド銀行(中央銀行)は12年に積極的な量的緩和と流動性供給、貸出支援を行った。金融政策委員会メンバーの足元の姿勢から、野村ではもはや資産買入れ枠の追加拡大を予想していないが、追加緩和に含みを持たせた姿勢は維持されよう。

日本

- 中国の成長回復に主導される形で、輸出が持ち直し、13年1-3月期の実質GDPはプラス成長を回復すると予想される。
- 輸出の回復は内需を刺激し、13年を通じて経済は安定成長局面入りしよう。
- 総裁、副総裁2名の交代に伴い、日本銀行の金融政策がより緩和的になることが見込まれる。
- リスク要因は、急激な円高、欧州債務問題の悪化、米中景気の減速。

アジア(日本を除く)

- 金融緩和政策ならびに多額の資本流入の継続が13年の債務増加、インフレ加速、資産価格バブルのリスク上昇をもたらしている。
- 中国:13年前半は投資主導で実質GDPの高成長が続く公算が大きいものの、年後半には政策引締めにより成長減速が見込まれる。
- 韓国:成長率とインフレ率は極めて低い水準からの緩やかな上昇にとどまると予想され、13年を通じて韓国銀行は政策金利を現行2.75%に据え置こう。
- インド:インフレの減速が利下げの機会をもたらしているが、13年後半には通貨ルピー安により利下げの機会は失われよう。
- 豪州:資源投資のピークが近づきつつあり、13年に計0.25%ポイントの追加利下げが行われよう。
- インドネシア:政策環境を巡る不透明感が増大し、改革の遅延と経常収支赤字の長期化につながる可能性がある。

欧州新興国・中東・アフリカ・ラテンアメリカ

- 南アフリカ:政治のこう着が続いており、引き続き成長を抑制するとみられる一方、インフレリスクの萌芽がみられるため、13年中は政策金利が据え置かれると予想を変更する。
- ハンガリー:外貨建て債務を発行すれば国際通貨基金(IMF)の金融支援の必要性が低下するが、3月にハンガリー国立銀行(MNB:中央銀行)の総裁が交代すれば、非伝統的な政策が加速しよう。
- ポーランド:景気は引き続き近隣諸国を上回る堅調を維持しており、景気後退入りの可能性も低いいため、累計利下げ幅は小幅にとどまろう。
- トルコ:経済の不均衡是正が続いており、さらなる信用格付けの投資適格級への引き上げにつながるが見込まれる。
- ブラジル:繰り返し景気刺激策が打ち出されているにもかかわらず、供給側の制約が成長率をトレンド近辺に押しとどめよう。
- メキシコ:12年12月に発足したペニャニエト新政権は、13年に一連の重要な改革に着手するとみられる。
- アルゼンチン:13年の経済成長は緩やかな回復が見込まれるが、インフレ率の高止まりと実質ベースでの通貨ペソ高の行き過ぎが引き続き問題となろう。

政府と議会の対立が強まる

連邦政府債務上限の到達期限を延長した後、政府と議会は互いに譲歩しない構えをみせ、来たるべき対決に備えている。

景気動向

大不況を脱して3年半が経過したものの、その間の実質GDP成長率は平均で+2.1%と低調にとどまり、2012年10-12月期は09年4-6月期以来のマイナス成長となった。予想外の成長落ち込みはいわゆる「財政の崖」を巡る不透明感を反映した部分が多い。さらに、財政政策を巡る不透明感の高まりがやや長期にわたり経済活動の足かせとなると予想される。12年の成長は前年比+2.2%に加速したが、野村では、13年は財政が成長を押し下げ、同+1.7%に減速し、その後14年には同+3.1%とトレンドに近い成長率を回復すると予想している。

米家計が所得水準の低下を受けて支出を徐々に切り詰めるなか、年初の個人消費の大幅な減速は引き続き米国経済見通しの主要テーマとなっている。連邦債務上限の到達は5月19日まで暫定的に延長されたが、例えば3月1日の自動歳出削減開始、3月27日の暫定予算失効など、その他の重要な期限が近づいている。2月には、12日のオバマ大統領による一般教書演説の直後から、財政政策を巡る交渉が過熱するとみられる。これまで企業の景況感悪化をもたらしてきた困難な政策課題を政府と議会が解決すれば、13年後半には設備投資の回復に主導される形で、景気回復のペースが加速し始めると予想される。

物価動向

野村では、消費者物価(CPI)上昇率が予測期間(2014年末まで)を通じて前年比+2%を下回る基調が続くとみている。この予想は、3年間にわたり潜在成長率を下回る成長が続き、GDPギャップ((実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)が大幅なマイナスとなっている影響と、商品価格動向の影響が限定的である点を反映している。

金融・財政政策

野村では、FOMCが現行の長期資産買入れプログラムのペースを2013年7-9月期末まで維持し、その後景気回復の勢いが強まり、見通しの改善が確実となれば、買入れを徐々に減らすと予想している。歳出削減ならびに予算を巡る今後の交渉ではかなりの議論が予想されるが、景気への影響は弱まっているようだ。

リスク要因

財政政策の誤りと世界的な成長減速が我々の見通しに対する主な下振れリスクである。

米国経済見通し要約表

	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)										(前年比%)		
実質GDP	3.1	-0.1	1.5	1.9	2.9	3.1	3.0	3.3	3.4	3.5	2.2	1.7	3.1
個人消費	1.6	2.2	1.1	1.6	2.7	2.8	2.9	2.8	3.0	3.0	1.9	1.8	2.8
非住宅固定資本形成	-1.8	8.4	1.5	2.1	5.3	5.5	4.5	7.0	5.6	6.0	7.7	3.3	5.3
住宅投資	13.6	15.3	12.3	17.0	15.7	18.5	13.6	14.3	12.7	7.5	11.9	14.5	14.5
政府支出	3.9	-6.6	-0.7	-0.6	-1.0	-0.9	-0.5	-0.2	-0.1	0.8	-1.7	-1.3	-0.4
輸出(財・サービス)	1.9	-5.7	3.5	2.3	3.7	5.6	5.9	4.4	4.4	4.5	3.2	1.5	4.8
輸入(財・サービス)	-0.6	-3.2	4.5	2.4	2.8	3.7	4.1	2.9	3.0	2.3	2.5	1.6	3.3
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	2.0	1.4	1.1	1.6	2.7	2.9	2.8	3.1	3.1	3.1	2.1	1.7	3.0
在庫投資	0.7	-1.3	0.7	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出	0.4	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0
失業率(%)	8.0	7.8	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.2	7.1	7.0	8.1	7.7	7.2
非農業部門雇用者数(1,000人)	152	201	140	150	175	175	175	180	180	200	181	160	184
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000戸)	774	898	975	1,005	1,050	1,080	1,130	1,170	1,200	1,250	781	1,028	1,188
消費者物価(前年比%)	1.7	1.9	1.4	1.8	1.7	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6	2.1	1.6	1.6
コア消費者物価(前年比%)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.1	1.7	1.8
連邦財政収支(対GDP比%)											-7.0	-5.4	-4.3
経常収支(対GDP比%)											-2.8	-1.6	-1.0
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)	2.57	2.66	2.92	3.17	3.43	3.61	3.73	3.73	3.73	3.73	2.66	3.61	3.73
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
3ヶ月物ドルLIBOR金利(%)	0.36	0.31	0.35	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.50	0.31	0.35	0.50
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.23	0.26	0.20	0.25	0.30	0.35	0.45	0.55	0.60	0.65	0.26	0.35	0.65
5年物財務省証券利回り(%)	0.62	0.75	0.70	0.80	0.85	0.95	1.05	1.15	1.20	1.25	0.75	0.95	1.25
10年物財務省証券利回り(%)	1.65	1.77	1.75	2.00	2.10	2.25	2.35	2.45	2.50	2.55	1.77	2.25	2.55
30年物住宅ローン金利(%)	3.40	3.35	3.40	3.60	3.70	3.90	4.00	4.10	4.15	4.20	3.35	3.90	4.20

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. 住宅着工は期間平均。4. 財政収支は年度(前年10月～9月)。5. 金利は期末値。10年物財務省証券利回りの予想レンジは13年1-3月期が1.70～2.10%、13年4-6月期が1.75～2.25%。6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2013年2月11日現在。

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

景気回復とユーロ高を背景に ECB はぎりぎりの調整

欧州中央銀行（ECB）は引き続き景気回復を予想しているが、流動性の正常化、ユーロ高ならびに貸出金利への波及が主な政策課題である。

景気動向

野村では、2012年10-12月期の実質GDP成長率予想を従来の下振れリスクを伴う前期比-0.4%から同-0.5%に小幅下方修正するものの、引き続きECBの予想の範囲内である。景況感調査における先行指数は、景気後退ペースの鈍化を示唆しており、12年10-12月期に成長のマイナス幅が拡大すれば、13年1-3月期の野村予想（同-0.2%）に対してドイツを中心に上振れリスクが生じよう。景況感調査の改善が続く見込みだが、基本シナリオでは13年4-6月期にやや失速すると考えている。全体として野村の基本シナリオでは引き続き、13年は問題を抱えた国の景気後退が深刻化すると予想している。

物価動向

野村では引き続き、ユーロ圏標準消費者物価（HICP）上昇率は2012年の前年比+2.5%から13年は同+1.9%、14年は同+1.5%に減速すると予想している。内需低迷でコアインフレ率が減速するとみられ、この点は物価見通しの最大の下振れリスクであり、またもう一つの下振れリスクとしては為替レートが挙げられる。一方、一部の加盟国が財政緊縮を進め、管理価格ならびに間接税のさらなる引き上げを行うことやエネルギー価格動向が引き続き上振れリスクとなる。

金融政策

ECBのドラギ総裁は、2月7日の政策理事会後の記者会見で、ユーロ高が物価安定にもたらすリスクへの警戒姿勢をより明確に示した。ドラギ総裁は当面のところ、ユーロ高のけん制に成功しているが、2012年9月の国債買入れプログラム「アウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）」と同様の効果を得られるかは不明である。野村では、ユーロが急騰する場合を除き、3月7日の政策会合での利下げは予想していない。と言うのは、短期的な景気循環を示す指標は、引き続き幾ばくかの景気回復を示唆する可能性が高いからである。ただし、野村の基本シナリオでは引き続き6月の利下げを見込んでいる。

また、短期金融市場の状況及びその金融政策スタンスへの潜在的影響を注視すると述べ、短期市場金利が制御不能になることを容認しない姿勢を示唆した。（第2回目の3年物長期リファイナンスングオペ（LTRO、12年2月29日実施分）の前倒し返済後も、超過流動性は2,000億ユーロを大きく上回る状態が続く見込みである。第1回目のLTROの前倒し返済額はこれまでのところ1,456億ユーロと、第1回目全体の30%程度に達している）。ECBはぎりぎりの調整を進めており、景気回復を背景にECBがタカ派（インフレ警戒）的姿勢を強めるとの期待を、ユーロ高の影響懸念から抑えるとともに、13年後半には景況感の改善が見込まれることから利下げには消極的となっている。ユーロ圏周辺国では、金融環境が極めてひっ迫しているため、ECBに対して伝統的、非伝統的措置の双方を通じた金融環境緩和を求める圧力が高止まりしよう。

リスク要因

ECBは2012年9月の政策理事会で国債買入れプログラム、「アウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）」を打ち出した。これは、ユーロ圏周辺国に対する極めて強力な安全網となり、スペイン及びイタリアによ

る市場資金調達継続を可能とした。金融市場は基本的に、支援の枠組みを頼りに周辺国国債を買い入れしている。13年は、ユーロ圏の経済活動が落ち込む中、加盟国の結束が再び試される年となると考えられ、周辺国で銀行貸出金利への金融緩和の波及がみられないことが主な政策課題となろう。野村の見通しを取り巻く下振れリスクとして、極めて強い政治リスクならびに一部加盟国における構造改革に向けた機運の高まりが挙げられる。最大の上振れリスクは、野村予想で財政の景気に対する影響が極めて強いことを踏まえれば、財政目標の緩和である。

ユーロ圏経済見通し要約表

	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	-0.7	-0.3	-2.0	-1.0	-0.6	-0.2	-0.1	0.2	-0.5	-0.8	0.0
個人消費	-1.9	-0.5	-1.7	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.3	-1.2	-1.5	-1.4
固定資本形成	-6.5	-2.6	-6.6	-5.6	-4.5	-3.9	-3.6	-3.0	-4.0	-4.9	-3.2
政府消費	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.4	-0.2	-0.7	-0.5
輸出(財・サービス)	6.6	3.7	-3.1	0.6	1.6	2.6	2.6	3.1	2.7	1.2	2.7
輸入(財・サービス)	2.4	1.1	-7.0	-2.8	-2.1	-0.8	-0.4	0.6	-1.0	-2.3	0.2
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	-2.4	-0.9	-2.3	-2.2	-1.8	-1.7	-1.6	-1.3	-1.5	-2.0	-1.4
在庫投資	-0.4	-0.7	-1.4	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.2	-0.7	-0.4	0.2
純輸出	2.0	1.3	1.7	1.6	1.7	1.6	1.4	1.3	1.7	1.6	1.3
失業率(%)	11.3	11.5	11.7	11.9	12.0	12.1	12.2	12.3	11.4	12.1	12.3
雇業者報酬 (一人当たり、前年比%)	1.6	1.8	1.4	1.0	0.8	0.4	0.3	0.3	1.7	0.6	0.6
労働生産性(前年比%)	0.2	0.5	0.2	-0.1	0.1	-0.3	0.1	0.3	0.3	-0.1	0.5
単位労働コスト(前年比%)	1.4	1.6	1.4	1.3	1.0	0.7	0.2	0.0	1.5	0.8	0.1
財政収支(対GDP比%)									-3.3	-3.2	-3.0
経常収支(対GDP比%)									-0.3	0.1	0.5
消費者物価(HICP、前年比%)	2.5	2.5	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	2.5	1.9	1.5
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	0.50
3ヶ月物EURIBOR金利(%)	0.65	0.22	0.19	0.25	0.18	0.20	0.20	0.20	0.19	0.20	0.20
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.60	1.41	1.30	1.32	1.35	1.48	1.60	1.64	1.30	1.60	1.75
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.25	1.29	1.31	1.30	1.28	1.25	1.23	1.25	1.31	1.23	—

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. 2013年2月11日現在。

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

景気は停滞

ユーロ圏の政府債務危機の深刻化が引き続き英国に対する多大な懸念要因である。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、一貫して積極的な緩和策を打ち出している。

景気動向

2011年に成長が失速し、経済活動はその後ほぼ同水準で推移している。循環的な回復の勢いが再び強まる兆しがみられるが、過去の小幅にとどまった回復局面とそれほど違わないように見える。経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は依然として改善せず、向こう数カ月にわたり、景気の勢いは弱まり、低成長が続こう。国内における足元のディレバレッジ（債務削減）ならびにユーロ圏内における不均衡問題が引き続き成長を制約している。さらに、景気刺激策は必要な経済の構造調整を先送りしているに過ぎず、問題が成長から生産性の持続的低下に転じつつある。

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ようだ。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」もある。BOEの見方とは異なり、野村ではかねてより、消費者物価（CPI）上昇率が持続的にBOEの政策目標値（前年比+2.0%）を下回ることにはないと予想している。生産性の低迷はコストを押し上げており、グローバルにはもはやディスインフレ（インフレ率の持続的低下）環境にはない。

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。BOEは11月7～8日の金融政策委員会（MPC）で、景気回復の一時的兆候が持続するかを見極めたいとして、7月に拡大した資産買入れプログラムの再延長を見送り、買入れ枠を総額3,750億ポンドで維持した。追加緩和の可能性は依然残されてはいるものの、野村の基本シナリオでは、2013年に資産買入れ枠の追加拡大は打ち出されないと予想している。1月23日発表の1月9、10日のMPC議事録もこうした見方を裏付けている。量的緩和（QE）の効果を疑問視する見方も強まりつつあるが、我々は利下げには弊害があると判断しており、引き続きBOEによる利下げは見込まれない。

なお足元で、経済の不均衡調整とそれに関連して財政健全化が不可避な情勢であるが、これらが景気回復を妨げ、需要の低迷が続いている一因となっている。野村では、財政再建が引き続き2012/13年度（12年4月～13年3月）の実質GDP成長率を約1.0%ポイント押し下げると予想している。政府は向こう5年以内に構造的経常財政収支を均衡させる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ろう。ただし、新たな措置は先送りされるとみられることから、政府が掲げる対GDP比での債務比率引き下げという二次的課題は達成できず、15年5月までに英国は最上位格付けを失う可能性がある。

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と見られており、我々のインフレ予想には上振れリスクがあるものの、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

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	2012年	2013年	2014年
	(季節調整済み前期比年率%)								(前年比%)		
実質GDP	-0.2	-0.4	0.9	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.9
民間消費	0.5	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.9	0.9	1.2
固定資本形成	0.6	-0.5	-0.2	1.4	0.0	0.2	0.4	0.4	0.1	1.2	2.1
政府消費	3.2	-1.1	0.8	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	2.7	-1.0	-1.6
輸出(財・サービス)	-1.7	-1.1	1.2	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.0	2.9	3.1
輸入(財・サービス)	-0.1	1.7	-0.4	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7	2.4	3.2	2.3
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	1.1	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	1.2	0.5	0.7
在庫投資	-0.9	0.6	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.1
純輸出	-0.5	-0.9	0.5	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.8	-0.1	0.2
失業率(%)	8.2	8.0	7.8	7.8	7.6	7.5	7.5	7.4	7.9	7.5	7.2
消費者物価(前年比%)	3.5	2.8	2.4	2.7	2.6	2.9	2.8	2.5	2.8	2.7	2.4
小売物価(前年比%)	3.8	3.1	2.9	3.1	3.2	3.6	3.6	3.3	3.2	3.4	3.0
資産買い入れ枠(10億ポンド)	325	325	375	375	375	375	375	375	375	375	375
政策金利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
(オフィシャル・バンクレート、%)											
3ヶ月物LIBOR金利(%)	1.03	0.90	0.60	0.52	0.65	0.65	0.65	0.70	0.52	0.70	0.70
10年物国債利回り(%)	2.20	1.73	1.73	1.83	1.50	1.50	1.60	1.75	1.83	1.75	2.50
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.83	0.81	0.80	0.81	0.82	0.81	0.80	0.78	0.81	0.78	—
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.60	1.56	1.62	1.61	1.59	1.58	1.56	1.58	1.61	1.58	—

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. 2013年2月15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

成長回復のなか、インフレ圧力が高まる

インフレ、金融リスクが高まるなか、政策は引き締め方向に転じ始める可能性がある。

景気動向

経済指標が示す景気回復の勢いは強弱混在している。2013年1月のHSBC版購買担当者指数（PMI）は12年12月の51.5から52.3に上昇したが、政府版PMIは予想に反して50.6から50.4に小幅低下した。また1月の輸出は12月の前年同月比+14.1%から同+25.0%へ伸びが大幅に加速した。3月初めには、1～2月の鉱工業生産、小売売上、固定資産投資など、経済活動の状況を示すその他の指標も発表される予定で、経済見通しを巡り短期的に不透明感が生じよう。

物価動向

13年1月の消費者物価（CPI）上昇率は12年12月の前年同月比+2.5%から同+2.0%に減速した。これは、12年は1月にあつた旧正月が13年は2月に移動した影響によるものである。こうした影響に食料品価格上昇が重なり、2月のCPI上昇率は同+3%前後に急加速しよう。発表頻度の高い直近の指標は、食料品、食料品以外のいずれでもインフレ圧力が強まり続けていると示唆している。野村では、13年はCPI上昇率が加速基調を辿り、6月には同+3%を上回ると予想している。

政治情勢と金融政策

2013年1月の社会融資総量は2.5兆元と過去最高を記録するなど、信用供給の伸びは引き続き力強い。また1月のマネーサプライM2の伸びは12年12月の前年同月比+13.8%から同+15.9%に急加速した。政府が金融リスクに対する懸念を示唆していることから、野村では金融政策は12年後半の極めて緩和的なスタンスから転じると予想している。また12月31日には、国務院財政部、国家発展改革委員会（NDRC）、中国人民銀行（PBC）、中国銀行業監督管理委員会（CBRC）が共同で、地方政府による不適切な資金調達慣行を排除する声明を発表しているが、これにはいわゆるシャドーバンキング（銀行以外の経路を通じた融資）が含まれる。政策引締めのペースは、インフレ加速の程度次第となる。野村の基本シナリオでは、3月の全国人民代表大会の後、4-6月期には社会融資総量の伸びが大きく減速し、また、CPI上昇率が前年同月比+3.5%を上回った後、13年後半に2度の利上げが行われると予想している。

リスク要因

野村予想には主に3つのリスクがあるとみている。第1に、最も重要なリスクは政策に関する不透明感である。野村の予想よりも長期にわたり緩和的な政策スタンスの維持を求める政治的圧力が生じる可能性がある。第2のリスクはインフレで、再上昇のペースが緩やかとなり、政策引き締めが後ずれする可能性がある。第3に、欧米の経済情勢が極めて不透明なため、対外需要を巡るリスクが挙げられる。

中国経済見通し要約表

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	2012年	2013年	2014年
実質GDP(前年比%)	8.1	7.6	7.4	7.9	8.2	8.0	7.4	7.2	7.8	7.7	7.5
消費者物価(前年比%)	3.8	2.9	1.9	2.1	2.1	3.1	3.9	4.8	2.6	3.5	4.0
コア消費者物価(前年比%)	1.5	1.3	1.5	1.5	2.0	2.1	2.4	2.1	1.5	2.2	2.0
小売売上高(名目、前年比%)	14.9	13.9	13.5	14.9	16.2	15.9	15.5	15.6	14.2	15.8	16.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	20.9	20.4	20.5	20.6	21.0	21.2	21.3	22.0	20.6	22.0	20.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	11.6	9.5	9.1	10.0	10.8	10.5	9.6	9.6	10.1	10.1	9.7
輸出(米ドル建て、前年比%)	7.6	10.4	4.4	9.5	3.0	4.0	6.0	6.0	7.9	4.9	6.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	6.9	6.4	1.4	2.8	7.0	8.0	9.0	9.0	4.4	8.3	10.0
貿易収支(10億米ドル)	0.2	68.4	79.2	83.4	-16.9	52.9	70.1	74.3	231.2	180.3	122.0
経常収支(対GDP比%)									2.6	1.0	-0.4
財政収支(対GDP比%)									-1.5	-1.5	-1.6
人民元建貸出の純増額(兆元)									8.2	9.0	9.0
1年物貸出基準金利(%)	6.56	6.31	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.50	6.00	6.50	6.50
1年物預金基準金利(%)	3.50	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50	3.00	3.50	3.50
預金準備率(%)	20.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	19.0
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.31	6.32	6.34	6.29	6.22	6.18	6.16	6.15	6.29	6.15	6.14

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. 2013年2月11日現在。

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

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