

## 2012年度～2014年度の経済見通し

『日本経済：輸出環境の改善が景気回復を主導しよう』

2012年度実質GDP成長率：+0.7%

2013年度実質GDP成長率：+1.3%

2014年度実質GDP成長率：+0.6%

2012年11月16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11月12日時点]			[2012年8月13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	0.7	1.3	0.6	2.2	1.8	0.8
	＜内需寄与度＞	1.3	1.5	0.3	2.4	1.6	0.5
	＜民間内需＞	0.5	1.5	0.6	1.7	1.9	0.6
	＜公的内需＞	0.8	0.0	-0.2	0.7	-0.2	0.0
	＜外需寄与度＞	-0.7	-0.2	0.3	-0.2	0.2	0.3
	民間最終消費支出	1.0	1.4	-0.1	1.8	1.4	-0.1
	民間住宅投資	3.1	5.3	-4.9	2.7	5.7	-4.9
	民間企業設備投資	-0.6	2.6	5.4	4.1	5.4	5.1
	民間在庫品増減<寄与度>	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
	政府消費	2.0	1.3	1.2	1.7	1.2	1.2
	公的固定資本形成	10.5	-5.0	-10.6	7.4	-10.3	-7.2
	財貨・サービス輸出	-0.6	1.5	6.7	4.2	5.7	7.1
	財貨・サービス輸入	4.2	3.4	5.3	6.1	5.4	6.2
	名目国内総支出	0.1	0.9	2.3	1.6	1.8	2.5
	GDPデフレーター	-0.6	-0.3	1.6	-0.7	0.0	1.6
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-4.7	0.3	2.1	1.9	3.7	1.4
	国内企業物価	-1.2	0.2	3.3	-0.8	0.9	3.6
	消費者物価	-0.3	-0.1	2.4	0.0	0.1	2.8
	除く生鮮食品	-0.1	0.1	2.4	0.0	0.1	2.7
	完全失業率(%)	4.4	4.4	3.8	4.2	4.0	3.8
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	-7.0	-8.5	-6.1	-5.4	-6.0	-3.6
	貿易収支(兆円)	-5.9	-7.3	-4.9	-4.5	-4.9	-2.6
	貿易・サービス収支(兆円)	-8.3	-8.2	-5.8	-6.1	-5.8	-3.4
	経常収支(兆円)	5.6	7.7	11.7	7.9	10.0	14.0

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 (81.0)	87.0 (87.0)	90.0 (90.0)
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0-0.10 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)	0-0.10 (0-0.10)
消費税率(期末値、%)	5.0 (5.0)	5.0 (5.0)	8.0 (8.0)
WTI(年度平均、ドル/バレル)	92.0 (85.0)	83.0 (77.0)	74.0 (71.0)

注: WTIは米国軽質原油。カッコ内は8月13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、特定的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)

	12年				13年				14年			
	1-3	4-6	7-9	10-12(予)	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	307767.3	307488.9	306060.1	304975.9	306190.3	307232.5	308351.5	309781.0	316036.4	310324.4	310392.8	
(前期比)	1.2	-0.1	-0.5	-0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	2.0	-1.8	0.0	
(前年同期比)	3.7	3.2	1.2	0.3	-0.5	-0.1	0.7	1.6	3.2	1.0	0.7	
民間住宅投資	13080.1	13271.3	13396.6	13490.4	13706.2	13991.6	14229.5	14355.1	14096.7	13730.1	13492.6	
(前期比)	-1.1	1.5	0.9	0.7	1.6	2.1	1.7	0.9	-1.8	-2.6	-1.7	
(前年同期比)	0.0	4.5	1.4	2.0	4.8	5.4	6.2	6.4	2.8	-1.9	-5.2	
民間企業設備投資	66588.5	67217.3	65092.2	64524.9	64781.1	65408.0	66354.0	67341.2	68738.5	69340.0	70123.5	
(前期比)	-1.9	0.9	-3.2	-0.9	0.4	1.0	1.4	1.5	2.1	0.9	1.1	
(前年同期比)	2.9	5.6	0.5	-4.9	-2.7	-2.7	1.9	4.4	6.1	6.0	5.7	
民間在庫投資	-3192.8	-3990.6	-2874.3	-3574.3	-3174.3	-2474.3	-2274.3	-1874.3	-3174.3	-2774.3	-2374.3	
<前期比寄与度>	0.3	-0.2	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.1	
政府最終消費支出	101140.2	101622.0	101974.8	102194.4	102552.1	102911.0	103219.7	103529.4	103788.2	104109.2	104429.5	
(前期比)	1.1	0.5	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
(前年同期比)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	
公的固定資本投資	21886.5	22464.3	23352.6	23986.7	24256.5	23785.7	22896.9	22161.4	21509.2	21007.7	20291.2	
(前期比)	4.2	2.6	4.0	2.7	1.1	-1.9	-3.7	-3.2	-2.9	-2.3	-3.4	
(前年同期比)	8.8	4.0	11.4	14.2	10.8	5.9	-2.0	-7.6	-11.3	-11.7	-11.4	
公的在庫投資	5.5	31.8	54.6	54.6	54.6	54.6	54.6	54.6	54.6	54.6	54.6	
<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	11667.8	11480.5	7416.9	7361.6	7234.2	7057.0	7419.1	7417.0	6576.5	7930.7	8572.6	
<前期比寄与度>	0.1	-0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.3	0.1	
(前期比)	10.8	-1.6	-35.4	-0.7	-1.7	-2.4	5.1	0.0	-11.3	20.6	8.1	
(前年同期比)	-24.7	11.2	-50.4	-29.1	-38.7	-39.3	0.0	0.9	-9.6	12.6	15.6	
輸出	84465.8	85571.6	81251.6	80403.8	80796.5	81576.5	82594.9	83705.2	85075.2	86514.4	87985.3	
(前期比)	3.3	1.3	-5.0	-1.0	0.5	1.0	1.2	1.3	1.6	1.7	1.7	
(前年同期比)	1.0	9.2	-4.9	-1.6	-4.3	-4.7	1.7	4.1	5.3	6.1	6.5	
輸入	72798.0	74091.1	73834.7	73042.2	73562.3	74519.5	75175.8	76288.2	78498.8	78583.6	79412.7	
(前期比)	2.2	1.8	-0.3	-1.1	0.7	1.3	0.9	1.5	2.9	0.1	1.1	
(前年同期比)	6.7	8.9	4.7	2.6	1.0	0.6	1.8	4.4	6.7	5.5	5.6	
実質国内総生産	518485.2	518890.3	514270.6	512309.0	514912.1	517292.9	519592.4	522122.9	527014.6	523086.4	524354.4	
(前期比)	1.3	0.1	-0.9	-0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.9	-0.7	0.2	
(前期比年率)	5.2	0.3	-3.5	-1.5	2.0	1.9	1.8	2.0	3.8	-2.9	1.0	
(前年同期比)	2.9	3.3	0.1	0.1	-0.7	-0.3	1.0	1.9	2.4	1.1	0.9	
GDPデフレーター	91.7	91.4	91.4	91.2	91.3	91.0	91.0	91.0	91.2	92.4	92.5	
(前年同期比)	-1.3	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	1.5	1.6	
鉱工業生産(2005年=100)	95.3	93.4	89.5	85.2	86.3	86.9	88.0	89.5	91.0	90.2	90.4	
(前期比)	1.3	-2.0	-4.2	-4.8	1.2	0.8	1.2	1.7	1.8	-0.9	0.2	
(前年同期比)	4.8	5.1	-4.5	-9.4	-9.5	-6.9	-1.7	4.9	5.5	3.8	2.8	
国内企業物価(2010年=100)	101.2	101.0	100.2	100.1	100.0	100.1	101.0	100.6	100.6	103.1	104.0	
(前期比)	0.2	-0.2	-0.8	-0.2	-0.1	0.1	1.0	-0.5	0.0	2.5	0.9	
(前年同期比)	0.3	-1.0	-1.8	-1.0	-1.2	-0.9	0.8	0.5	0.6	3.0	3.0	
消費者物価指数(総合)	100.1	99.9	99.4	99.2	99.5	99.4	99.3	99.3	99.8	101.8	101.6	
(2010年=100)	0.6	-0.2	-0.5	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.5	2.0	-0.2	
(前期比)	0.3	0.2	-0.4	-0.3	-0.7	-0.5	-0.1	0.1	0.3	2.4	2.3	
(前年同期比)	0.3	0.2	-0.4	-0.3	-0.7	-0.5	-0.1	0.1	0.3	2.4	2.3	
消費者物価指数(除く生鮮食品)	99.9	99.8	99.6	99.6	99.7	99.7	99.6	99.7	100.0	102.1	102.0	
(2010年=100)	0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.3	2.1	-0.1	
(前期比)	0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3	2.4	2.4	
(前年同期比)	0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3	2.4	2.4	
完全失業率	4.6	4.4	4.2	4.4	4.5	4.5	4.4	4.3	4.2	4.0	3.8	

- 注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。  
2. 2012年7-9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

## 輸出主導で回復基調へ回帰

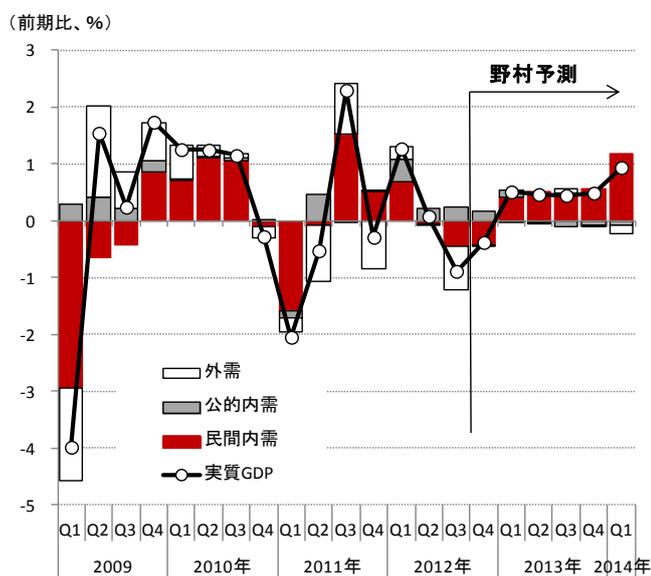
- ▶ 2012年7-9月期GDP1次速報値の発表を受け、2012年度～2014年度経済見通しを改定した。前回見直し改定時(2012年10月15日)との比較では、2012年度実質GDP成長率予測値を0.5%ポイント下方修正して、+0.7%(暦年も前回から0.4%ポイント下方修正)とした。一方、2013年度については0.2%ポイント上方修正して+1.3%(暦年については前回同様の+0.5%)とした。
- ▶ 日本経済は、2012年央より欧州・アジア向け輸出の急速な悪化と設備投資の冷え込みに直面してきたが、その悪影響が個人消費にも波及してきた。日本経済は、2012年7-9月期に続き、10-12月期もマイナス成長に陥ると予測している。しかし、年末までには、中国の製造業における在庫調整が終了する可能性が高く、これがアジア域内の貿易の拡大を通して、年明け以降に日本の輸出に恩恵をもたらすとみている。2013年後半には中国の成長率はやや低下すると見込まれるものの、「財政の崖」問題を克服した米国での需要拡大により、日本の輸出環境は改善を続ける可能性が高い。景況感が改善する中で個人消費も徐々に勢いを取り戻し、これが特に非製造業における設備投資に好影響をもたらそう。
- ▶ 日本経済は今後数カ月間、(1)日中関係の悪化による景気悪化、(2)米国における「財政の崖」に関連した景気減速、という比較的大きな下方リスクに直面することになる。不透明感が払拭できないなか、2014年4月に予定される消費税率の引き上げ(5%から8%への引き上げ)を確実なものにするために、与野党が真水ベースで7,000億円程度の補正予算を2013年初めに成立させると想定されるが、これによって2013年の年間成長率を0.16%ポイント程度押し上げる効果もたらされよう。年内に総選挙が実施される方向が固まったことで、補正予算成立の可能性は高まったと判断している。
- ▶ (1)2012年後半における景気後退、(2)年内の総選挙実施により、今後、日本銀行の金融緩和姿勢が強まり、2013年1月にも追加的な金融緩和策が実施される公算が大きい。3月から4月にかけて、総裁および2名の副総裁の任期が終了する点も、政治面からの緩和圧力を高めよう。

## (1) 景気後退からの脱却を模索する日本経済

### 7-9 月期は3 四半期ぶりのマイナス成長に

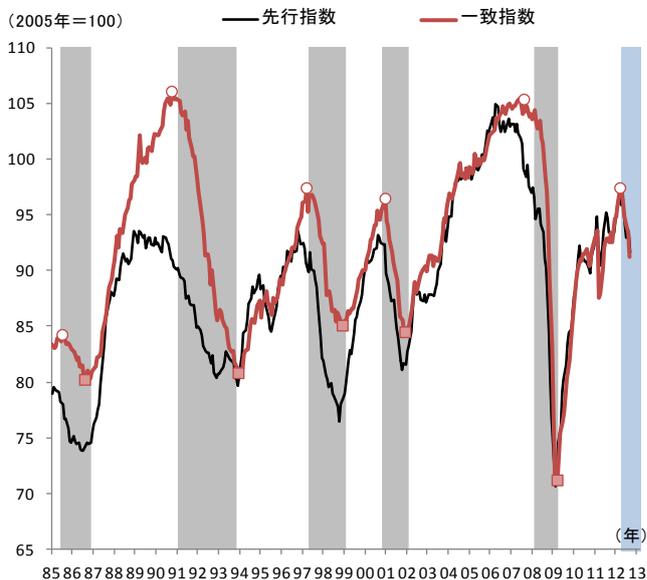
2012 年 7-9 月期の実質 GDP (1 次速報) は前期比年率-3.5% (前期比-0.9%) と大幅に低下した (図表 1)。実質 GDP がマイナス成長に陥るのは、3 四半期振りである (過去の系列に亘って修正され、11 年 10-12 月期がマイナス成長に転じている)。需要項目別では、復興消費の一巡に加え、エコカー補助金効果が剥落した家計消費が前期比-0.5%と急減、年明け以降の欧州景気失速に端を発した海外景気低迷の影響を受け、実質輸出も同-5.0%と落ち込んだ。エコカー補助金効果の剥落や、国内外ともに需要が急減した影響は設備投資にも波及し、民間設備投資は同-3.2%と低下した。一方で、公共投資は同+4.0%と続伸し、遅れていた復興需要が徐々に顕在化し始めたことを示唆する結果となった。

図表 1: 実質 GDP 成長率と内外需の寄与度



出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 2: 景気動向指数(CI)と景気循環日付



注: 1. ○は一致指数のピーク、■はボトムを表す。2. 景気拡張期の転換は、景気の山が直近の景気の谷(09 年 3 月)から 5 カ月以上経過しており、前の景気循環の山(08 年 2 月)から 15 カ月以上経過していることが判断の対象となる。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

### 1 次速報は実態以上に下振れている可能性も

今回の 1 次速報は GDP 統計作成上の問題により、実態以上に下振れている可能性がある点には注意したい。9 月には石油・石炭税増税前の駆け込み需要から輸入が急増し、成長率を押し下げる方向に作用した。しかし、これらは本来ならば在庫として積み上がっていると思われる (成長率の押し上げ要因)。しかし、輸入急増分は 1 次速報で計上される一方、在庫増加分の計上は 2 次速報まで待たなければならない。このため、2 次速報では在庫の増加により、成長率は前期比 0.2~0.4%ポイント程度上方修正される可能性がある。ただし、上記の影響を勘案しても、7-9 月期の成長率が大幅に落ち込んだことに変わりはない。

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。

#### 4-6 月期には景気後退局面入り

日本経済は 4-6 月期には景気後退局面入りした可能性が高い。景気循環の判定に用いられる景気動向指数をみると、先行・一致指数 CI (Composite Indexes) はいずれも 3 月にピークをつけ (図表 2)、一致指数 DI (Diffusion Indexes) も 6 月には 50% を割り込んだ。10-12 月期は石油・石炭輸入の減少が見込まれるとはいえ、強力な景気牽引役が見当たらないことから、実質 GDP 成長率は 10-12 月期も小幅マイナスとなる可能性が高い。実質 GDP 成長率が 2 四半期連続のマイナス成長となれば、日本経済は景気後退期に入ったと判定されよう。

鉱工業生産の動向をみても、4-6 月期前後を境として景気の変調した様子が窺われる (図表 3)。情報通信機械、輸送機械の生産動向に着目すると、両業種ともに 1-3 月期は出荷増を伴いながら生産が増加したにもかかわらず、在庫が大幅に積み上がっている。当時、自動車メーカーでは東日本大震災と、タイの洪水被害によるサプライチェーン (供給網) の寸断により生産が抑制され、在庫が適正水準を大幅に下回ってしまったと見なされていたことから、在庫積み増しの動きが活発であった。情報通信機械の一部もタイの洪水被害の影響を被ったことから、自動車と同様の動きとなったことに特に違和感がなかった。ただし、4-6 月期には両業種ともに生産を抑制し、在庫調整に転じている。特に情報通信機械では出荷が急減し、需要が一気に冷え込んだ様子が窺われる。7-9 月期に、ほとんどの業種で生産・出荷の減少と、在庫の積み上がり確認できるなど、景気減速が広範な業種へと波及したことが確認できる。

図表 3: 鉱工業生産指数の動向

	生産指数			出荷指数			在庫指数			在庫率 対長期平均 乖離率 (%)
	2012 Q1	Q2	Q3	2012 Q1	Q2	Q3	2012 Q1	Q2	Q3	
鉱工業	1.3	-2.0	-4.2	0.8	-0.2	-5.4	5.9	0.0	0.3	23.1
鉄鋼業	5.9	-0.5	-4.8	1.1	3.6	-6.7	4.8	-3.3	1.6	16.0
非鉄金属	2.0	0.7	-6.3	2.3	0.0	-6.2	-6.9	1.7	3.6	26.0
金属製品	1.3	-0.7	-3.9	-3.0	2.5	-3.2	6.4	1.1	4.9	23.0
一般機械	-4.5	-2.2	-3.8	-2.8	-2.0	-6.0	-1.4	5.0	4.0	14.0
電気機械	-2.1	0.4	-5.0	-5.7	3.0	-4.1	21.2	-8.8	11.1	31.8
情報通信機械	23.7	-19.1	2.3	11.4	-17.0	0.8	46.0	-0.2	-32.0	42.4
電子部品・デバイス	3.5	-5.9	-6.1	3.0	-3.4	-1.3	-1.9	2.9	-1.4	76.6
輸送機械	6.0	-2.3	-11.1	6.4	3.0	-17.2	30.7	-13.6	14.5	21.2
化学	-0.5	-0.9	-2.5	0.5	-1.0	-3.3	-1.7	0.9	2.1	25.0
紙・パルプ	-1.0	-2.6	-2.5	-1.9	-1.4	-0.9	10.0	6.3	1.8	36.2

注:1.直近の在庫率は 9 月実績。2.在庫率の長期平均は 2003 年以降、震災前までの平均値。3.特に断りのない限り単位は前期比%。

出所: 経済産業省資料より野村證券作成

鉱工業全体の在庫率は、長期平均 (2003 年以降、震災発生前の期間の平均) と比較して 2 割以上高い水準にあり、当面の間、在庫調整が継続する可能性が高い。特に情報通信機械、電子部品・デバイスといった IT 関連業種では在庫率が大幅に上昇しており、生産抑制傾向が長期化し易い状況にあることが分かる。

#### 景気後退局面が長期化する可能性は低い

ただし、我々は今回の景気後退局面が長期化するリスクは小さいと考えている。1951 年以降に生じた 14 回の景気後退局面の平均期間は 16 カ月、直近 2 回の後退期間はそれぞれ 14 カ月と 13 カ月である。仮に景気は 3 月をピークに

後退局面へと転じたと仮定した場合、過去の平均期間に照らせば 2013 年 7 月前後（直近 2 回の経験では 4 月前後）を底に再び回復に転じることが期待できる。

実際、景気回復の牽引役として期待される輸出環境に注目すると、短期的な輸出の先行指数として注目している米中合成在庫率指数は 10 月を底に改善を示唆しており、日本の輸出環境は早晚好転する可能性が高いことを示唆している（図表 4）。来年以降についても我々は、日本の輸出環境は緩やかなペースで改善を続けると予想している（図表 5）。年末から来年前半にかけては、「財政の崖」を巡る議論から米国景気は低迷する一方で、中国景気は再加速に転じる見込みである。一方、来年後半以降は、中国の成長ペースが鈍化する一方で、米国の景気回復が鮮明化することで、輸出は比較的堅調な回復ペースを維持し得ると予想している。輸出が安定的に回復基調を辿るとの見通しが高まれば、その恩恵は設備投資にも波及しよう。また、設備投資と並んで景気悪化要因となった個人消費は、エコカー補助金終了による反動減の一巡と、2014 年 4 月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、年半ば以降は、徐々に増加ペースを高めていくことが期待できる。

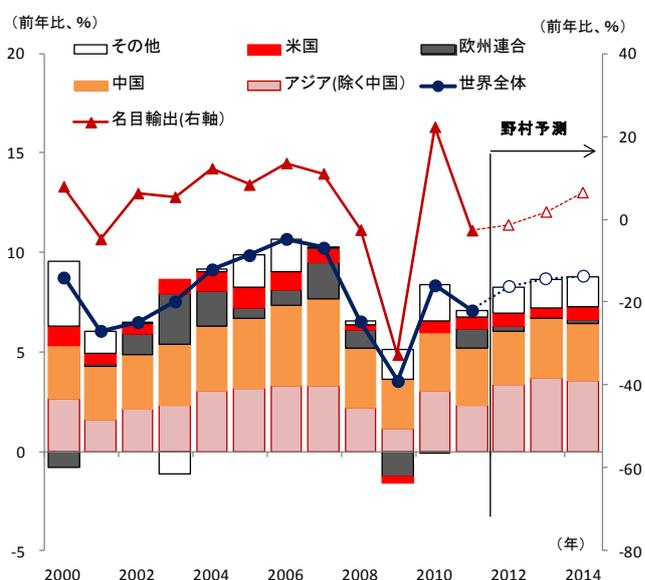
図表 4: 米中合成在庫率指数と実質輸出



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

出所: 各種資料より野村證券作成

図表 5: 日本の輸出環境と名目輸出動向



注:世界全体は日本の 2011 年輸出ウェイトで合成。

出所: 国際通貨基金、内閣府資料より野村證券作成

### 在庫調整終了の目途は来年半ば前後

年末前後には需要環境が改善に転じると期待される中で、生産の本格回復と景気後退局面からの脱却時期を探る上では、在庫調整一巡のタイミングが注目される。足元では既に在庫調整が進行しているものの、製造業在庫は一時、リーマンショック直後を上回る水準に達していた。ここでは、製造業の在庫過剰感が過去の平均程度まで低下する場合の在庫率を推計し、それに出荷見通しを乗じることで適正在庫水準を算出、そこに到達するタイミングを試算した。また、震災後、自動車メーカーが積極的に在庫を積み増してきたことを勘案し、製造業全体に加え、同産業を除いた在庫水準についても併せて試算した（図表 6）。

図表 6: 製造業の適正在庫推計値



注: 短観在庫判断 DI を製造業在庫率指数で回帰し、在庫判断 DI が 1991 年以降の景気回復局面の平均値となる場合の在庫率指数を計算。この在庫率指数に出荷指数の想定を乗じることで適正在庫水準を推計。「メインシナリオ」は我々の見通しに基づいた試算値、「強気シナリオ」は ESP フォーキャスト調査の上位 8 社平均に基づいた試算値、「弱気シナリオ」は震災後の最低値をそれぞれ想定値として用いた。在庫指数の先行きは、直近ピークから足元(9 月)までの平均ペースで延長。

出所: 各種統計より野村證券作成

我々の試算では、現行のペースで在庫調整が進展した場合、製造業全体では来年半ば前後、自動車を除くベースでは年末にも在庫過剰感は解消し、増産に転じる素地が整うとの結果となった（メインシナリオ）。仮に出荷が震災直後の水準まで低下するケースを想定した場合（弱気シナリオ）でも、来年 9 月前後（自動車を除くベースでは 5 月前後）には、在庫調整は一巡する見込みである。

以上の点を踏まえ我々は、日本の実質輸出は年末前後には増加に転じ、生産も年明け以降、持ち直し傾向を強めていくと予想している。結果、足元の景気後退が長期化する可能性は低く、来年 4-6 月期中には景気後退局面が終了し、回復期へと移行する公算が大きいと考えている。

## (2) 輸出の本格回復は 2013 年度以降

### 世界景気減速の影響が日本経済に波及

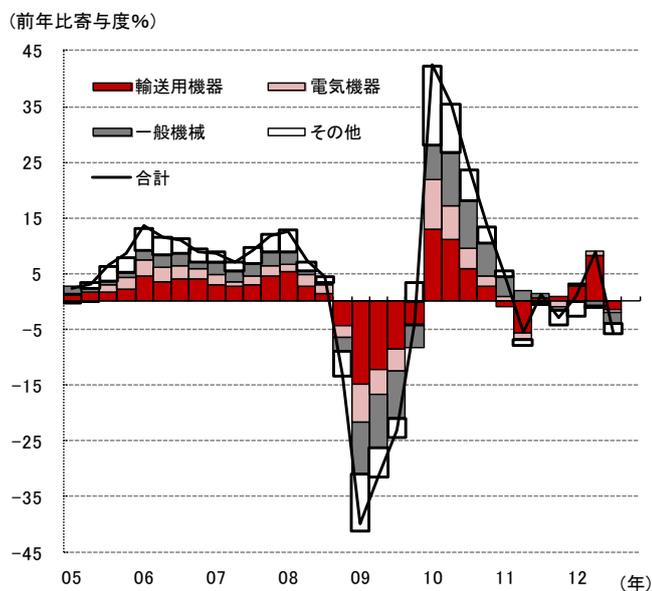
7-9 月期の実質輸出（GDP ベース）は前期比-5.0%と 4-6 月期の同+1.3%から大きく減少した。欧米景気の減速に端を発した世界景気の減速が、アジア域内での貿易取引の縮小を通じて、日本経済に波及した格好だ。品目別で見ると、化学製品と科学光学機器以外の主要項目全品において前期比減少となった。中でも落ち込みが大きかった品目は輸送

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。

用機器と一般機械であり、前年同期比寄与度で見た場合、実質輸出全体の落ち込み（前年同期比-5.4%）の約 3 分の 2 を両品目で説明できる（図表 7）。地域別に見れば、大部分の国・地域向け輸出が悪化しており、特に一般機械では中国、輸送用機器のうち完成車に関しては欧州、次いで中国、部品については中国向けが最も押し下げに寄与した。

図表 7: 品目別実質輸出の要因分解



出所: 財務省資料より野村證券作成

図表 8: 中国向け輸出と反日運動



注: 季節調整は野村證券による。グレー部は反日運動発生時期。

出所: 財務省資料より野村證券作成

## 中国本土の不買運動が輸出の下押し要因に

8月に発生した尖閣諸島をめぐる日中間の緊張は、9月に入って激化、中国本土では暴動を引き起こし、日系製品の不買運動へと拡大した。9月貿易統計では、中国向け名目輸出は前期比+0.5%と3カ月振りに増加、不買運動の被害を大きく受けたであろう輸送用機器においては同-4.6%と前月より減少幅を縮小させたことから、少なくとも9月時点で輸出に影響していないと判断した。しかし、自動車各社は、中国向け販売計画を下方修正（概ね対前年度比-20%の減産と見られ、下期には前年同月比-40%の影響が出ることになる）していることから、現地生産の削減と自動車部品の輸入（日本から見れば輸出）の減少が予想される。日本の輸出のうち、仕向け先が中国向け輸出である割合は約20%、そのうち自動車部品の占める割合は約7%である。自動車メーカーの生産計画が下半期を通じて変更されないと仮定した場合、GDPベースの輸出に与える影響を考慮した結果、中国における不買運動がもたらす影響は、最大で輸出を前期比0.56%ポイント押し下げると試算される。ただし、中国向け販売の回復ペースが想定以上に速ければ、実績値は上振れる可能性がある。過去のデータでは、2005年3・4月、2010年9月の反日デモや不買運動をきっかけに中国向け主力輸出品目や輸出全体が減少トレンドに転じてはいない（図表8）。自動車メーカー各社の販売計画が上方修正される可能性もある。

## 2013年度の輸出は1%台半ば程度の安定した成長を予想

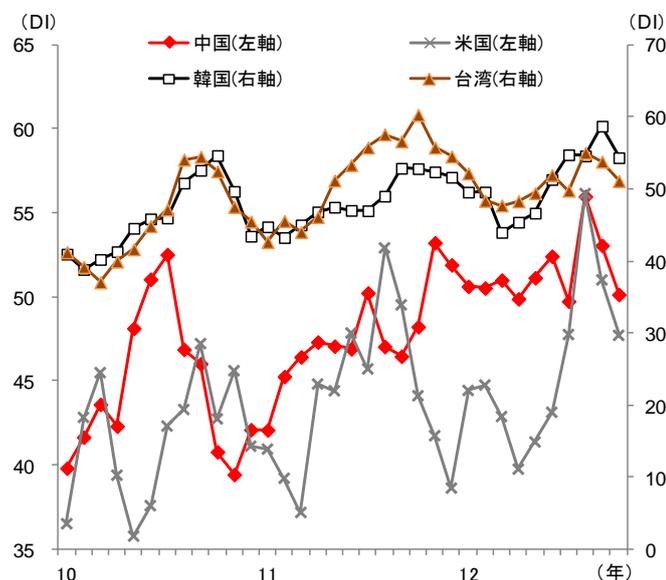
2013年における日本の輸出は、上述の不買運動の影響を受けながらも、基本的にはアジア（特に中国）と、米国の景気回復に牽引される形で2013年4-6月期から概ね1%台半ばの安定した回復期に入ると予想している。2012年7-9月期は世界的な景気減速を背景に在庫率の上昇が各国で見られた（図表9）。日本の主要輸出先である中国・米国

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。

の在庫率指数は、4月から8月にかけて生産の低下、在庫の積み上がりによって大きく上昇した。しかし、9月以降速いペースで在庫調整が行われ、先行きの景気には持ち直しの兆しが見える。それに伴う形で韓国や台湾も、小幅ながらも徐々に改善を見せており、世界景気は8月付近で底打ち感を強めている。

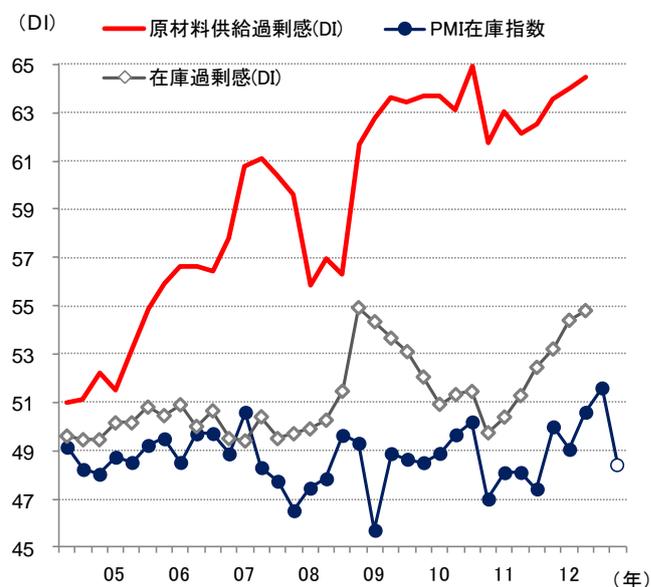
図表 9: 主要輸出先の在庫率指数



注: PMI 在庫率指数 = 在庫指数 / 生産指数 × 50

出所: Markit 社資料より野村証券作成

図表 10: 中国の在庫過剰感と PMI 在庫指数



注: 白抜きは10月実績を用いた予測値。

出所: 中国人民銀行、Markit 社資料より野村証券作成

ただし、リスクは中国の在庫解消の遅れであろう。10月時点で中国 PMI 在庫指数は過去の平均的な水準まで急低下しているものの、加工型製品が中心と見られ、化学や金属などの素材系や原材料は依然として在庫の積み上がりが確認される。6月の中国人民銀行 5,000 社 DI では、原材料の供給過剰感は過去最高程度まで上昇し、適正水準に戻るまでに時間がかかることが示唆された(図表 10)。野村証券(香港)では、中国経済は 2012 年 10-12 月期実質 GDP 成長率を前年比+8.4%と、7-9 月期の同+7.4%から大幅上昇する姿を描いているが、我々は在庫解消が若干長期化するリスクを踏まえて日本の輸出回復のタイミングをやや慎重に見ている。

### (3) 下方リスクが顕在化した設備投資

#### 大幅に落ち込んだ7-9 月期の設備投資

設備投資の減速が顕著である。7-9 月期の実質設備投資が前期比-3.2%と落ち込んだことに加え、設備投資の先行指標とされるコア機械受注統計は 10-12 月期の設備投資もマイナス成長となる可能性を示唆した。エコカー補助金が終了したことに加え、海外景気減速の影響が日本経済に波及し始めたことが重石となったかたちだ。

#### 事業用自動車へのエコカー補助金は7-9 月期の冒頭で終了

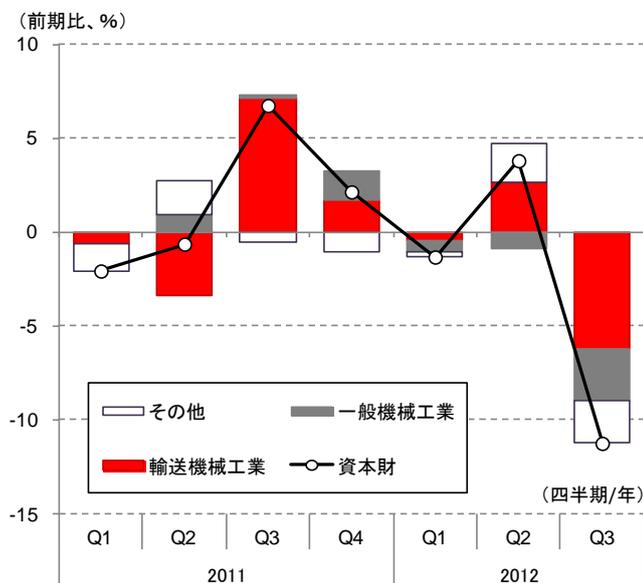
まずエコカー補助金終了の影響を確認しよう。設備投資の一致指標とされる資本財出荷は 7-9 月期に前期比-11.2%と大きく減少したが、このうち半分強が、エコカー補助金終了の影響を被った輸送機械工業の出荷減少によるものだ

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

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものであり、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。

った（図表 11）。設備投資に計上される事業用自動車は補助金申請が 7 月 5 日と 7-9 月期の早い段階で終了しており、補助金終了による反動減が出やすかったとみられる（個人消費に計上される自家用自動車の補助金申請が終了したのは 9 月 21 日）。

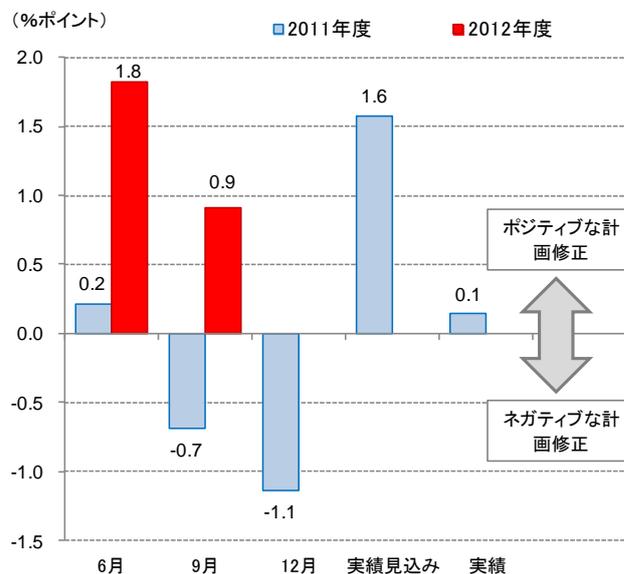
図表 11: 資本財出荷の業種別内訳(前期比)



注: 「その他」は非鉄金属工業、電気機械工業、情報通信機械工業、精密機械工業、窯業・土石製品工業、その他工業、誤差の合計値。

出所: 経済産業省資料より野村證券作成

図表 12: 日銀短観: 設備投資計画の修正状況



注: 1. 全産業・全規模ベースの計数。2. 2000 年度から 2010 年度まで、調査毎の計画修正幅の平均値を計算。その平均的な修正幅に対して 2011 年度・2012 年度の修正幅が上振れたか下振れたかを示している。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

### 年内の設備投資好転は期待し難い

エコカー補助金終了が設備投資に与える影響は、終了が早かった分、10-12 月期には小さくなるのが予想される。しかし、海外景気減速を受け、エコカー補助金終了の下押し効果を除いても企業の設備投資姿勢は慎重になっているとみられる。7-9 月期は、輸送機械工業を除いても資本財出荷が前期比-5.0%と大きく減少していたことに加え、設備投資に 1 四半期程度先行する傾向があるコア機械受注も同-1.1%と減少している。こうした点を踏まえると、年内に設備投資が回復基調に復帰する展開は描きづらい。

### ただし、設備投資マインドの腰折れは避けられよう

しかし、こうした環境悪化の下で集計されたにも拘らず、日銀短観（9 月調査）の設備投資計画は強気な姿勢が維持された。2012 年度の名目設備投資（全規模・全産業）は前年度比+5.8%と高く、また、6 月調査段階からの計画修正も例年と比べ強気である（図表 12）。次回調査以降で設備投資計画が下方修正される可能性は否定しきれないが、設備投資計画の内訳をみる限り、その可能性は限定的だろう。このような見方の根拠には、「強気」な設備投資計画が、非製造業・中小企業の「強気」に裏打ちされていることがある。

## 非製造業の設備投資計画が下方修正されることはまれ

中小企業は保守的な設備投資計画を提出する傾向があることで知られており、調査毎の計画が下方修正されることは極めて稀である。加えて、特に非製造業はリーマンショック後の設備投資の回復が遅かったこともあり、更新投資需要が積みあがっているものと推察される。実際、リーマンショック後に設備投資を抑制した業種ほど、2012年度の設備投資計画が強気な傾向にあることが分かる（図表13）。

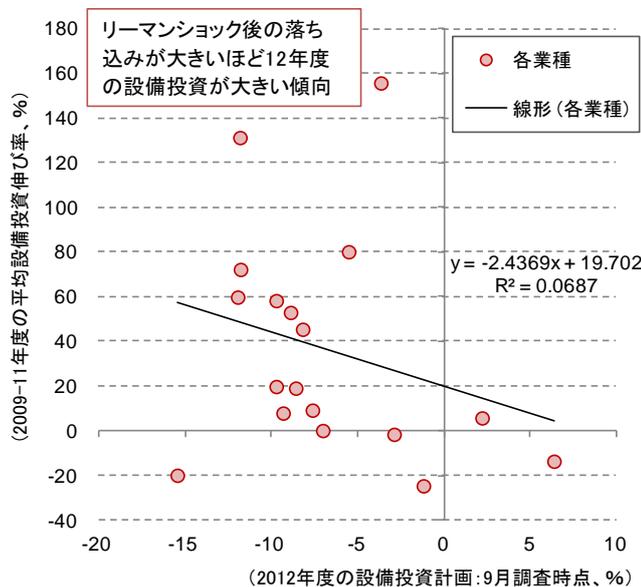
## 非製造業・中小企業の設備投資は約20年ぶりの高い伸びが見込まれている

実際、非製造業・中小企業の2012年度設備投資計画は、前年度比+6.7%と見込まれている（9月調査）。これは1990年度以来、約20年振りの高い伸びである。機械メーカーは10-12月期のコア機械受注が前期比+5.0%と堅調に回復すると見込んでいるが、これは非製造業からの大幅受注増（同+14.3%）に頼むところが大きい。非製造業の更新需要が景気減速の中で底堅さを発揮する可能性が高いとの見方を裏付ける材料と言えよう。

## 製造業の設備投資は復調が見通しづらい

一方、製造業は海外景気減速の影響を受けて設備投資を差し控える公算が大きい。製造業の設備投資回復には輸出の復調が欠かせないが、欧州経済は依然として低迷しており、米国も「財政の崖」という景気下振れリスクを抱えている。企業の海外進出が加速するなか、日本国内の設備投資が抑制気味になっている可能性もある（図表14）。製造業の設備投資が早期回復に転じるとは期待し難い。

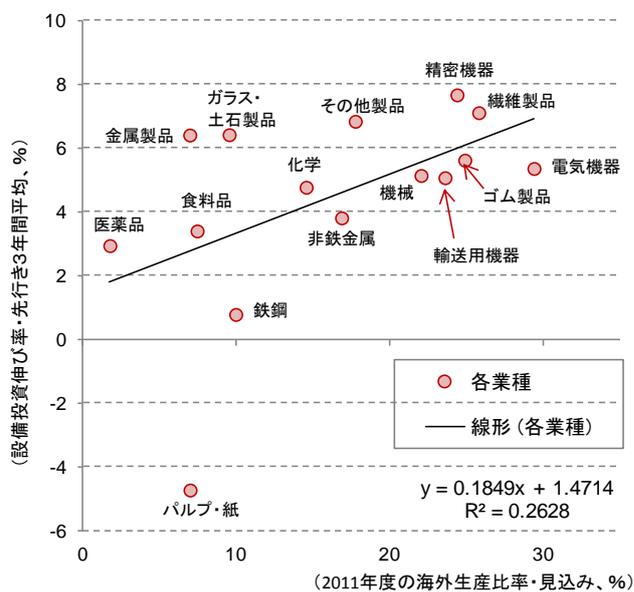
図表13: 2009年度以降の設備投資の抑制度合いと、2012年度の設備投資計画（非製造業・中小企業）



注: 非製造業・中小企業ベースの計数。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表14: 海外生産比率と設備投資（海外含む）の伸び



注: 1. 東京、大阪、名古屋の証券取引所第一部及び第二部に上場する全企業(約2,500社)に対するアンケート調査。2. 調査時点は2012年1月。3. 設備投資額は海外における連結子会社によるものを含む。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

## 2013年1-3月期より、設備投資は緩やかな回復基調に復帰しよう

以上を踏まえ、設備投資は2012年末まで減少が続くものの、非製造業の底堅い設備投資の恩恵を受け2013年1-3月期以降は緩やかな回復基調に復帰すると見込んでいる。設備投資の伸びが高まるタイミングは未だ見通し難いものの、海外景気が加速し始めるとみられる2013年半ば以降には回復の勢いが強まると予想している。

## (4) エコカー補助金制度の影響が大きい個人消費

### 実質個人消費は2四半期連続の減少

7-9月期の実質個人消費は前期比-0.5%となり、4-6月期に続く2四半期連続の減少となった。エコカー補助金制度の終了に伴う影響があったとみられることは確かだが、これまで堅調だった個人消費の基調に陰りが出始めたとの見方もあるようだ。以下では、エコカー補助金制度による影響と、それを除いた部分とに分けて個人消費の趨勢を点検する。

### エコカー補助金終了で実質個人消費は前期比0.2%ポイント押し下げ

エコカー補助金制度終了の影響をまず明らかにしよう。自家用自動車に対する補助金の締め切りは9月21日だったが、新車販売台数(乗用車)は6月には早くも減少を始め、駆け込み需要が発現しないまま直近10月まで販売台数の減少が続いている(図表15)。結果、7-9月期の乗用車販売台数は同-10.5%と大きく減少し、実質個人消費を前期比0.2%ポイント程度押し下げた模様だ。なお、個人消費でエコカー補助金制度の反動が本格化するのは10-12月期になる可能性が高く、仮に10月から販売台数が横ばいで推移したとしても、10-12月期の実質個人消費は同0.5%ポイント程度押し下げられる見込みである。

図表15: 新車販売台数(乗用車)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16: 消費者態度指数と実質個人消費



注: いずれも4四半期後方移動平均値を用いて計算。

出所: 内閣府、総務省資料より野村証券作成

## 7-9 月期は衣料関連支出の弱さも目立った

ただし、7-9 月期における補助金制度終了の影響が同-0.2%であれば、その影響を除いても実質個人消費はマイナス成長だったことになる。月次統計で詳細を確認すると、7-9 月期は衣料関連の支出が重石となった模様だ。例えば、商業販売統計における織物・衣服・身の回り品小売業の実質販売額は同-7.8%、家計調査（二人以上世帯）における被服及び履物への実質支出額も同-2.4%と減少している。今夏は気温上昇が遅れたことに加え、小売り各社のセール時期分散化戦略が不発だったこともあり、需要が喚起されなかった可能性がある。

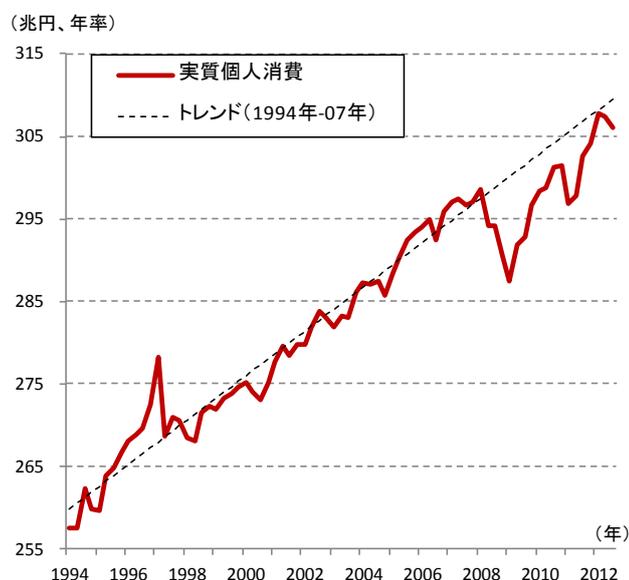
## 年末まで個人消費は腰が重い状態が継続しよう

また、海外景気減速による消費マインドの悪化も消費抑制に影響したとみられる。消費者態度指数は実質個人消費に1 四半期程度先行する傾向があるが（図表 16）、同指数は7-9 月期まで2 四半期連続で小幅低下している。個人消費は年末まで腰が重い展開となりそうだ。エコカー補助金制度終了の影響が本格化することもあり、10-12 月期の実質個人消費もマイナス成長が見込まれる。

## 2013 年初以降、再び個人消費は回復へ

とはいえ、個人消費がこれまで順調に回復してきた事実を軽視すべきではないだろう。世界経済の好調を享受してきた輸出や設備投資などがリーマンショック前の水準まで回復しきれず伸び悩む中で、個人消費は既にリーマンショック前の成長軌道に復帰している（図表 17）。この背景は必ずしも明らかではないが、個人消費が国内需要に根差していることに加え、高齢化が寄与した面もあるのではないかと推察される。具体的には、家計の可処分所得に占める年金等の社会保障給付の割合が年々高まっており、所得環境が徐々に景気循環からの影響を受けにくくなっている可能性がある（図表 18）。2014 年 4 月の消費増税も視野に入れながら、個人消費は2013 年初以降、再び底堅さを取り戻す可能性は十分にありそう。

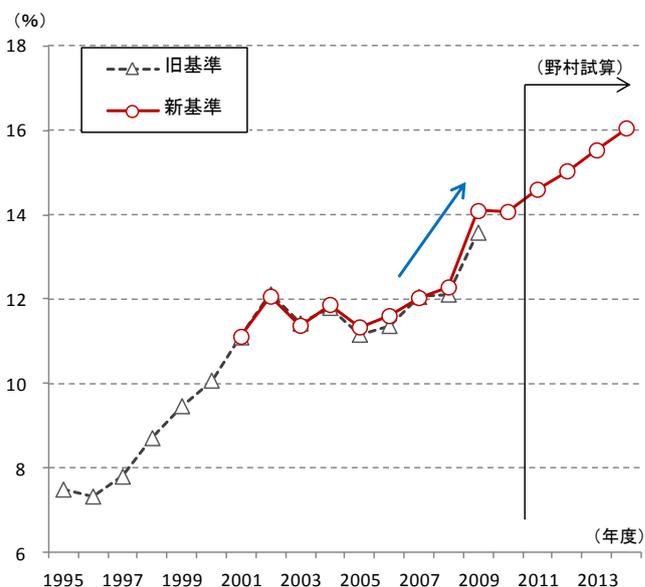
図表 17: 実質個人消費のトレンドと実績



注: トレンドは1994年から2007年末までで計算。

出所: 内閣府資料より野村證券作成

図表 18: 家計可処分所得に占めるネット社会保障給付の割合



注: 「ネット社会保障給付」は、「現物社会移転以外の社会給付」から「雇用の社会負担」を引いたもの。図はその家計可処分所得に対する割合。

出所: 内閣府、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。

## (5) 雇用情勢の悪化は13年半ばまで続く見通し

### 堅調な雇用情勢に変化が見えた7-9月期

4-6月期以降、日本では生産は減少に転じるとともに、企業の景況感は悪化、7-9月期には遂にその影響が雇用・賃金情勢に及んだ。雇用関連・先行き判断DI（景気ウォッチャー調査）は、7月には景況感の分水嶺となる50を割り込み、低下基調を辿っている。7-9月期の新規求人数は前期比-0.3%と2009年4-6月期以来の減少を記録、9月の有効求人倍率は2009年7月以来の低下となった。一方、7-9月期通期で見れば雇用者数は同+0.3%、失業者数は同-4.8%、失業率は4.2%（前期差-0.2%ポイント）と改善したが、これは8月に労働市場からの退出者が増加したことが主因と見られ、雇用情勢が改善したとは評価できない。雇用者数に6カ月程度先行する性質がある雇用関連・現状判断DIが、足元まで悪化傾向にあることを踏まえると、13年4-6月期まで雇用者数は減少方向で推移することが予想される。ただし、我々の13年度景気回復シナリオに基づけば13年度後半以降は、雇用者数は増加に転じる見込みである。

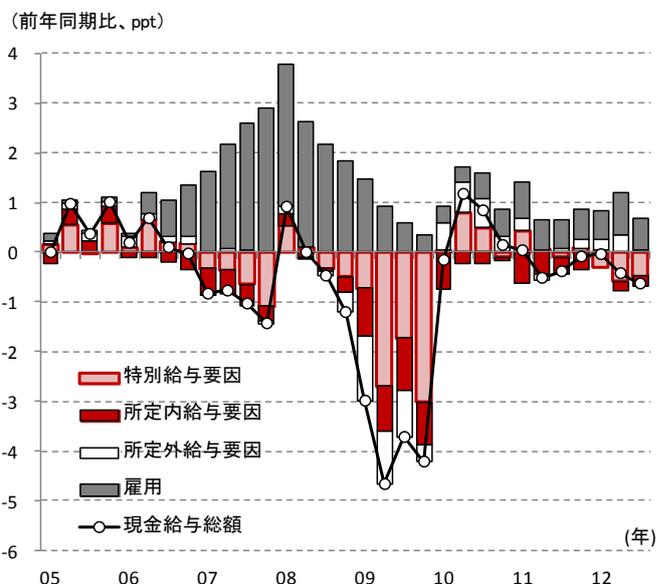
図表 19: 雇用に対する景況感と雇用者数



注: 雇用関連・現状判断DIは6カ月先行させており、0が雇用拡大・縮小の分岐点。

出所: 内閣府、総務省資料より野村證券作成

図表 20: 総賃金の要因分解



出所: 厚生労働省資料より野村證券作成

### 雇用情勢の悪化を受けて総賃金も下振れる可能性

毎月勤労統計ベースで算出される7-9月期の総賃金（1人当たり現金給与総額×常用雇用者数）は前期比-0.1%と2四半期連続で減少した。前年同期比で見た総所得は、雇用者数が増加した一方（前年同期比寄与度+0.6%ポイント）、1人当たり現金給与総額（以下、1人当たり賃金）が同-0.6%ポイントと減少に寄与する形で横ばいとなった。1人当たり賃金の構成要素である所定内給与（同-0.2%ポイント）は1999年を境に一貫して押し下げに寄与となっているが、足元の景気の悪化を反映して特別給与は同-0.5%ポイントと押し下げ寄与、所定外給与は同+0.0%ポイントと4-6月期の同+0.4%ポイントから押し上げ幅を縮小させた。上記のように、目先2四半期程度は雇用者数の減少が予想されることを踏まえれば、総所得も同様に下振れリスクを見ておきたい。

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。

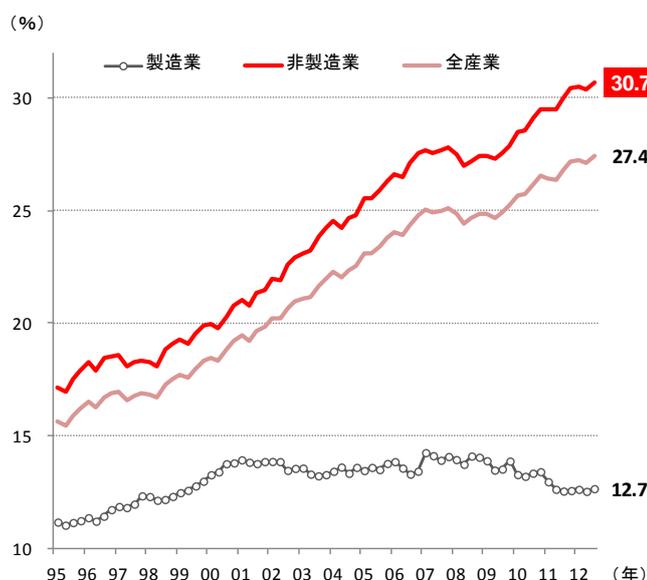
## 所定内給与押し下げの主因はパート化の促進

所定内給与を長期間に亘って低下させている主因は、パート比率の上昇である。毎月勤労統計によれば一般労働者（基本的にフルタイム勤務で雇用期間の定めのない労働者）とパートタイム労働者の1人当たり所定内給与の間には約3.5倍の格差があり、パート比率の上昇は全体の所定内給与を押し下げる方向に寄与する。1999年12月に施行された労働者派遣法改正によって、労働者派遣の対象となる業務が拡大、原則自由化されたことを受け、2000年以降パート比率は特に非製造業で上昇してきた。足元の比率は、製造業が12.7%、非製造業では30.7%、全体で27.4%にまで上昇している（図表21）。日本の産業構造のサービス化が続いている点を踏まえれば、今後も非製造業が主体となりパート比率は上昇基調を辿ると予想される。

## 高齢者の雇用延長が日本の労働力人口を支える

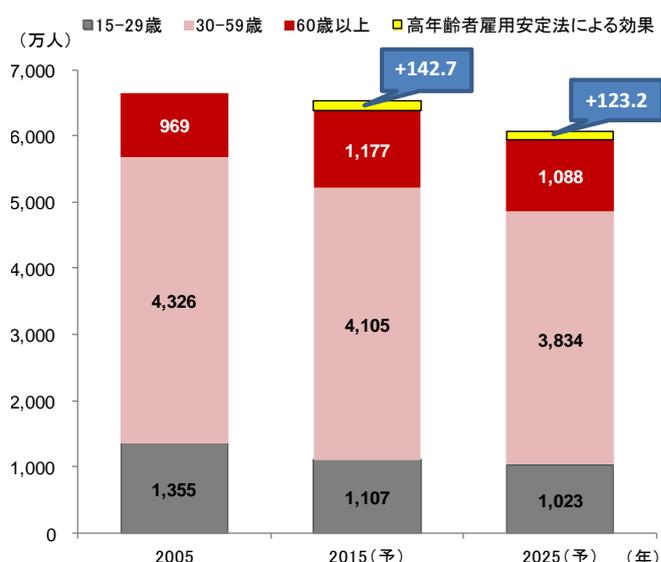
パート比率の上昇は産業要因だけでなく、年齢要因によっても促進されてきた。全雇用者に対する非正規雇用者の割合は、特に55-64歳の高齢者層で増えている。背景には少子高齢化の進展に加えて、年金支給開始年齢の引き上げを前に、65歳までの雇用確保措置の努力義務化が決定されたことが挙げられる。雇用延長に伴う企業のコスト負担を考慮すると、定年後の雇用が非正規雇用として実現されてきた可能性が高く、その結果、非正規雇用者の割合が増加したと考えられる。2012年8月には希望者全員に継続雇用が実施される体制の整備が企業に義務付けられたことより、55-64歳の労働参加率は一層高まると見られる。労働参加率が足元の水準で先行き一定であると仮定した場合、少子高齢化によって労働力人口全体は2025年には2005年と比べて約700万人減少する見込みであるが、60歳以上では100万人以上増加する見込みである（図表22）。高齢者雇用安定法の効果を考えるにあたって、仮に現在50-59歳の雇用者全員が雇用延長を希望したとすると、法律を施行しない場合と比べて2015年には142.7万人、2025年には123.2万人の労働力人口の増加が期待でき、労働力人口の減少は約430万人にまで縮小される。しかし、雇用形態の決定権は企業側にあるため、非正規雇用としての雇用延長であればパート比率上昇を加速させ、総所得に対して下押し要因として働く点には留意しなければならない。

図表 21: 業種別のパート比率



出所: 厚生労働省資料より野村證券作成

図表 22: 労働力人口の見通し



出所: 国立社会保障・人口問題研究所、内閣府資料より野村證券作成

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

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

## (6) コア CPI は来年半ばまで前年比マイナスに陥る可能性

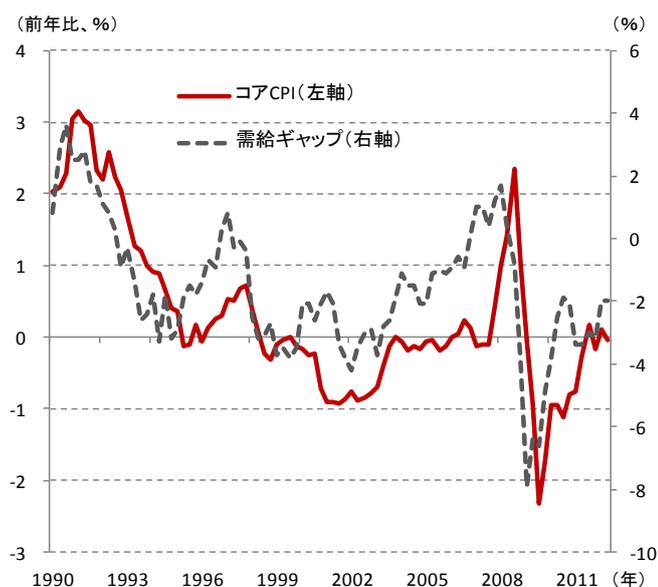
### 石油製品物価の下落によりコア CPI は低下

7-9 月期のコア CPI (生鮮食品除く CPI) は前年同期比-0.2%となり、4-6 月期の同 0%から再びマイナスの領域に転落した。内訳を確認すると、押し下げの主要因は石油製品 (4-6 月期: 同+1.2%→7-9 月期: 同-2.2%) であり、石油製品・公共料金を除く CPI は 4-6 月期から変わらず前年同期比-0.6%だった。物価上昇率が需給ギャップに概ね 2 四半期程度遅行することを踏まえれば、昨年末の景気停滞が物価上昇の重石となった可能性が考えられよう。

### 来年半ばの消費増税決断にコア CPI の動向が影響を与える可能性も

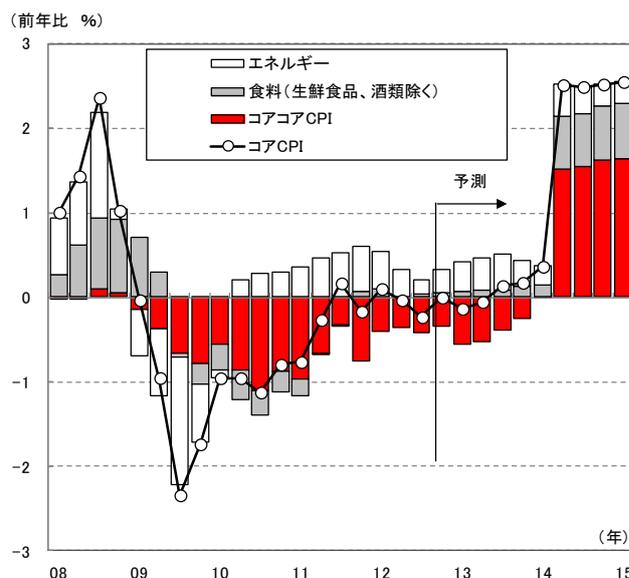
先行きについては、今年前半の日本経済が好調だったことから、コア CPI は目先 1~2 四半期程度はデフレ緩和基調を維持しよう。しかし、足元で原油価格が低下傾向にある上に、年央以降の日本経済が景気後退入りしたとみられることは物価の下押し材料であり、2013 年 4-6 月期から 7-9 月期に掛けてデフレ解消ペースは鈍化する可能性が高い。折しも来年秋は、政府が 2014 年 4 月の消費増税の最終的な決断を行うタイミングである。我々は、2013 年 7-9 月期にはコア CPI が前年同期比+0.1%とプラスに転じるとみているが、足元の景気低迷が長引くなどすれば、来年秋の段階でコア CPI 伸び率がマイナス圏にある可能性もあろう。

図表 23: コア CPI(前年比)と需給ギャップの推移



出所: 総務省、内閣府資料より野村證券作成

図表 24: コア CPI(前年比)の推移



注: エネルギーは電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリン。コア CPI は、生鮮食品を除いた消費者物価指数。コアコア CPI は、エネルギーと食料(除く酒類)を除いた消費者物価指数。

出所: 総務省、野村證券

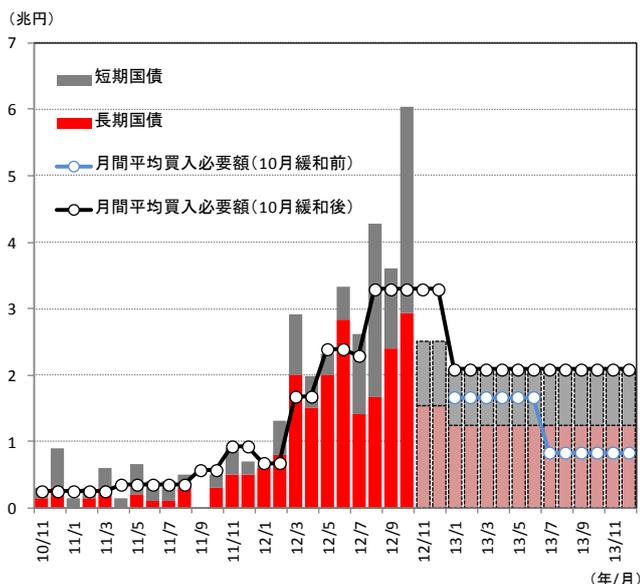
## (7) 正副総裁交代を契機に高まる積極緩和姿勢への転換期待

### 日銀は2カ月連続で金融緩和を実施

10月30日、日本銀行（以下、日銀）は2カ月連続で金融緩和策を講じることを全員一致で決定した。日銀は9月の決定会合で長期国債、短期国債の買入を各々5兆円程度増額し、長期国債および社債の最低入札金利を撤廃することを決定したばかりであったが、今回はリスク資産を含む全資産を対象に、買入上限額を合計11兆程度円引き上げた。日銀は同日公表された「展望レポート」で実質GDP成長率、およびコアCPI（生鮮食品を除く総合）伸び率の見通しを下方修正した上で、今回の緩和決定の理由として「物価安定のもとで持続的な成長経路に復していく軌道を踏み外さないようにするため」であるとの見解を示した。

11兆円の増額規模に関しては、概ね事前予想の範囲内であった。9月に決定した買入増額を加味しても、年明け以降、日銀による月間国債買入ペースは大きく減少する状況にあった（図表25）。このため、我々も含め、長期・短期合わせて国債買入額は5~10兆円程度増額される可能性が高いとみる向きが大勢であった。また、リスク資産は2012年末で買入期間が終了する予定であったことから、その規模はともかく、増額対象となると予想された。むしろ市場の一部には、社債購入要件の緩和や「物価安定の目途」の文言修正を期待する向きもあったことから、会合結果公表直後の市場の反応は「失望」と取れるものであった。我々はむしろ、今回の結果は日銀が可能な範囲で市場の思惑に答えることを目指したものであると評価している。

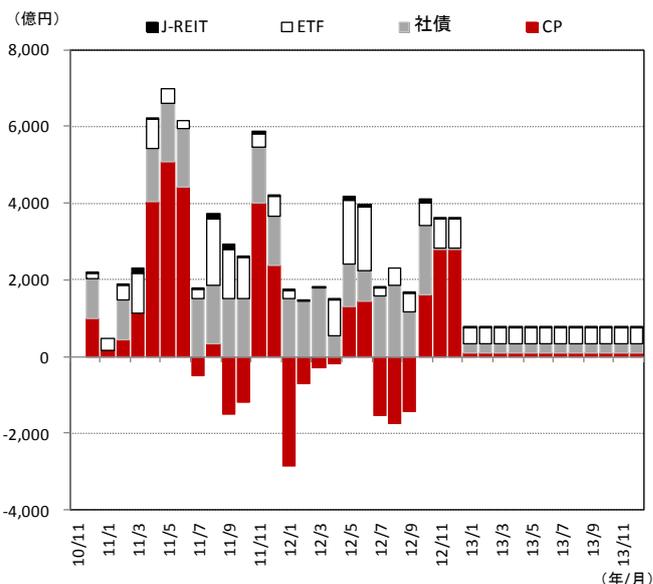
図表 25: 資産買入基金の購入額:長短期国債



注: 1. 2012年11月以降は買入目標に基づく月間平均買入額の試算値。  
2. 2012年11月、12月は10月までの実績から試算。3. 償還分があるため、実際の購入額は試算値と一致しない可能性がある。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

図表 26: 資産買入基金の購入額:リスク資産



注: 1. 2012年11月以降は買入目標に基づく月間平均買入額の試算値。  
2. 償還分があるため、実際の購入額は試算値と一致しない可能性がある。  
3. CP: コマーシャルペーパー、ETF: 指数連動型上場投資信託、J-REIT: 不動産投資信託。

出所: 日本銀行資料より野村證券作成

## 追加緩和は来年1月と予想

10月の決定会で政府と日銀は、「デフレ脱却に向けた取組について」と題する共同声明を公表し、政府・日銀が一体となってデフレからの早期脱却に向けて最大限努力していく旨を明らかにした。また、既述したように、日本経済は既に景気後退に陥っているとみられ、実質GDP成長率は7-9月期に続き、10-12月期もマイナス成長となることが予想される。既に民主党政権は、2012年度予算に計上した予備費を財源に、最大4,000億円規模の緊急経済対策の実施を決定した。このため、政府、市場および経済界からの日銀に対する追加緩和要請は一段と高まることが予想される。我々は、次回の金融緩和の実施は、展望レポートの中間評価が公表される来年1月と予想している。基金買入ペースが断層的に低下することを緩和する目的で、12月会合で緩和策が講じられる可能性もあろう。

## 追加緩和策は現行の枠組み内で実施

今回の緩和策が現行の枠組みから大きく逸脱したものになることは想定し難い。米連邦準備制度理事会、欧州中央銀行ともに無制限の資金供給を実施していることから、日銀の緩和策は相対的に見劣りすると批判が市場の一部にあるが、これらの批判に対し日銀は、10月会合で金融機関の新規貸出額を対象に、上限無制限で長期（最長4年）、固定金利（0.1%）の資金供給枠を新設することで応えた。このため、日銀内で新たな追加緩和策を模索する動きは、一旦鎮静化した可能性が高いと思われる。我々は、国債を中心に資産買入基金の10兆円程度の増額となると予想している。

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
<b>長期国債中心</b> ○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 ●国債引受観測の台頭・出口政策の困難化
<b>外国債券の購入</b> ○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	<b>インフレ・ターゲット政策の導入</b> ○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
<b>リスク性資産増額・内容変更</b> ○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	<b>オペ下限金利の下限撤廃</b> ○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
<b>超過準備に付される金利の引き下げ</b> ○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	<b>資産買入等の基金増額・期間延長</b> ○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: 野村証券作成

## 正副総裁の交代が政策スタンスの転換に繋がるとの期待が台頭

日銀が政策スタンスを大きく転換し、金融緩和に対してより積極的になる契機として、正副総裁人事が注目を集めている。日銀では2名の副総裁が2013年3月19日に、白川総裁も4月8日に任期が満了する。安倍自民党総裁は、日銀法を改正し、政府と日銀がインフレ目標を締結し、日銀に対してより積極的な金融緩和を求めていく意向を示している。日銀に対して金融緩和の積極化を求める声は、民主党の一部にもある。かつて速水総裁から福井総裁へと日

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

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

銀総裁が交代したことを契機に、日銀の政策スタンスが大きく転換したことは未だに記憶に新しい。また、本年4月に任期を迎えた2名の審議委員の後任を巡っては、国会の場で候補者の金融政策スタンスが論点となった。これらのことを踏まえれば、正副総裁の後任には、より金融緩和に積極的な人選が行われると考えるのが妥当であろう。次期総裁候補としては日銀、財務省出身者を含め、様々な名前が挙がっているものの、現時点で特定することは困難である。

我々は、2013年1-3月期には実質GDPはプラス成長に転じ、前期比0.4~0.5%程度の堅調な回復軌道へ回帰すると予想している。我々の見通し通りであれば、景気面からの日銀に対する追加緩和と圧力は徐々に後退することが予想される。ただし、コアCPI伸び率は前年比0%前後で推移すると予想されること、来年秋には2014年4月1日の消費税引き上げの是非が決定される予定であることを踏まえると、来年前半も政府からの緩和要請は一段と高まる可能性がある。

以上の諸点を踏まえ、日銀は景気・金融市場動向および、市場の期待と政府の動向を睨みながら、来年も緩和的な政策スタンスを継続すると予想している。目先の注目点は、正副総裁人事とその後の政策スタンスの転換であろう。一方、コアCPI伸び率が前年比+0.5%近傍に達するのは2015年度、同+1.0%へ回帰するのは2017年度中になると予想される。このため、日銀が現行の緩和策からの出口を模索し始めるのは2016年度中になるとの見方を据え置く。

## (8) 年内解散を機に注目される今後の政策運営

### 11月16日解散、12月16日投開票

野田首相は、11月14日に行われた自民党、公明党との党首会談で今臨時国会での特例公債法案の成立と、来年の通常国会での衆院選挙改革法案の成立に合意するとの条件で、11月16日に衆院を解散する意向を表明した。その後野田首相は政府・民主三役会議を開き、総選挙の日程を12月4日公示、16日投開票とすることを決定した。この結果、政府の財源枯渇、政府閉鎖という最悪の事態は回避されることになる。

### 政府閉鎖という最悪の事態は回避

2012年度予算では一般会計歳出総額90.3兆円のうち、約4割に当たる38.3兆円は特例公債、いわゆる赤字国債で賄われることになっている。ただし、赤字国債発行のためには特例公債法の成立が必要であり、最悪の場合は政府の財源が枯渇し、「政府閉鎖 (government shutdown)」に陥ることが懸念されてきた。政府は9月以降、歳出の抑制を通じて凌いできたが、財務省はこれらの措置を講じた場合でも11月末には財源が枯渇するとの見方を示してきた。我々の試算では、仮に政府閉鎖となった場合、2012年10-12月期の実質GDP成長率が7.6%ポイント、2013年1-3月期には6.2%ポイント押し下げられるとの結果となり、国民生活だけでなく、経済活動にも多大な悪影響が及ぶことが懸念されていた。特例公債法案の可決に目処が立ったことから、これら最悪の事態は回避されそうだ。むしろ、2年に亘って続いた特例公債法を巡る混乱を受けて、民主、自民、公明の3党は、暫定措置として2015年まではいずれの政党が与党であっても赤字国債の発行を認めることで合意したとのことである。

図表 28: 今後の政治関連日程と注目点

2012年	11月	8日	特例公債法案:衆院で審議入り
		14日	公職選挙法案:衆院で審議入り
		15日	シン・インド首相訪日(17日まで)
		16日	特例公債法案可決(見込み)
		16日	衆院解散(予定)
		20日	東アジアサミット・日米首脳会談
		29日	東京都知事選挙告示日
		30日	臨時国会の会期末
	12月	4日	総選挙公示
		16日	総選挙・東京都知事選挙投票日
2013年		選挙後 30日以内	特別国会召集・新内閣発足
		24日(予定)	通常国会召集(6月下旬まで。延長の可能) ・補正予算策定の可能性 ・2013年度予算審議
	3月	19日	日銀副総裁(2名)任期満了
		31日	2012年度(平成24年度)末:2013年度予算の成立期限
	4月	8日	白川日銀総裁任期満了
	7月	28日	参議院任期満了
		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

### 次の焦点は補正予算策定のタイミング

次の焦点は、景気対策としての補正予算策定のタイミングとその規模であろう。選挙後の政権与党が民主党であろうと自民党であろうと、当面の経済面における最大の関心事は、3党合意の下で決定された消費税増税導入の最終判断を下す来年秋時点での景気動向であろう。このタイミングで入手可能な主要経済データは、実質 GDP では 4-6 月期分、日銀短観では 9 月調査までである。通常、予算成立から実際にその効果が経済活動に表れるまでには 3 カ月から半年程度の時間差があることを考えると、経済対策の実施を急ぐ必要がある。このため、我々はメインシナリオとして、来年開催予定の通常国会（首班指名を行う特別国会の会期が延長される可能性もある）では、2013 年度予算に先行させて、2012 年度補正予算の審議を行うことを想定している。

### 真水 7,000 億円規模の景気対策を想定

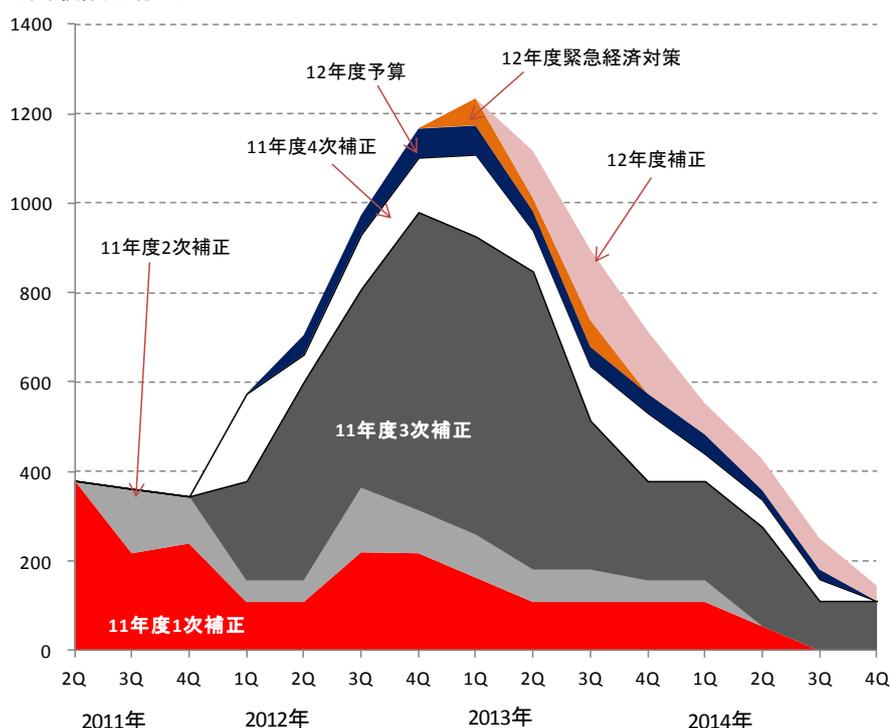
総選挙の結果を含め、政治情勢が依然として不透明であることから、今回の景気見通しでは 2012 年度補正予算として、2011 年度剰余金を財源に真水 7,000 億円規模の景気対策を想定した。この場合の経済対策による GDP 押し上げ効果は、0.16%ポイント程度と見込まれる（図表 29）。我々の想定通りであれば、復興対策を含めた景気刺激効果

が 2012 年中にピークアウトする事態を回避することが可能となろう。自民党は臨時国会で、歳出を削減し経済対策に充てるべきであると主張したことから、選挙結果次第では補正予算による経済対策が増額される可能性はあろう。

また、これまでは年平均 3%のペースで公共投資削減の動きが継続することを前提としてきたが、今回の見通しでは来年度以降、当面の間、公共投資の削減はいったん見送られると想定した。

図表 29: 復興・経済対策関連公共投資の想定

(年率換算、10億円)



注：12年度補正は野村予想。

出所：財務省資料より野村證券作成

## 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	3.7	3.3	3.4	3.4	2.96	3.21	3.36
先進国	1.1	0.7	1.7	2.0	1.5	1.7	0.38	0.42	0.49
新興国	5.2	5.6	5.8	4.7	5.5	5.3	5.99	6.34	6.40
米州	2.3	2.1	3.0	3.6	3.6	3.4	2.08	2.42	2.53
米国	2.1	1.5	2.8	2.1	1.6	1.4	0.13	0.13	0.13
カナダ	2.1	1.9	2.1	1.7	1.9	2.0	1.00	1.75	3.00
ラテンアメリカ	2.8	3.7	3.6	7.9	9.4	8.9	7.49	8.54	8.39
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	1.3	4.1	3.5	5.5	5.7	5.5	7.25	9.00	8.50
チリ	5.1	5.5	5.0	3.0	3.3	3.0	5.00	5.50	5.25
コロンビア	4.5	4.5	4.5	2.9	3.5	3.5	4.50	4.50	5.50
メキシコ	3.7	3.5	3.5	4.1	3.4	3.5	4.50	4.50	5.50
ペネズエラ	6.0	-1.0	3.0	17.5	32.4	24.7	15.00	17.00	16.00
アジア・太平洋地域	5.4	5.4	5.7	3.1	3.8	4.0	4.66	4.92	4.99
日本	1.6	0.5	1.2	-0.1	-0.3	1.8	0.05	0.05	0.05
豪州	3.6	2.5	2.8	1.6	2.6	2.5	3.25	3.50	4.00
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)	6.3	6.4	6.6	3.7	4.6	4.5	5.65	5.90	5.90
中国	7.9	7.7	7.5	2.6	4.2	4.0	6.00	6.50	6.50
香港	1.5	2.5	3.5	4.0	4.3	4.3	0.40	0.40	0.40
インド	5.3	6.1	6.5	7.6	7.2	6.9	8.00	7.50	7.00
インドネシア	6.1	6.1	6.2	4.4	5.2	5.1	5.75	6.25	6.75
マレーシア	4.8	4.0	4.6	1.7	2.4	2.5	3.00	3.50	4.00
フィリピン	6.0	6.0	5.8	3.2	4.4	4.5	3.50	4.00	4.50
シンガポール	1.8	3.4	4.2	4.8	3.9	3.6	0.38	0.48	0.50
韓国	2.3	2.5	3.5	2.2	2.7	3.0	2.75	2.75	3.25
台湾	1.0	3.0	3.5	2.0	2.3	2.3	1.88	2.13	2.13
タイ	5.5	4.5	5.0	3.0	3.0	3.1	2.75	2.75	3.25
欧州先進国	-0.4	-0.6	0.2	2.6	1.8	1.7	0.50	0.50	0.50
ユーロ圏	-0.5	-0.8	0.0	2.5	1.7	1.6	0.50	0.50	0.50
オーストリア	0.4	0.2	0.8	2.5	2.2	2.0	0.50	0.50	0.50
フランス	0.1	-0.5	0.5	2.2	1.4	2.0	0.50	0.50	0.50
ドイツ	0.9	0.3	0.7	2.2	1.8	1.8	0.50	0.50	0.50
ギリシャ	-6.5	-4.7	-1.8	0.9	-0.2	-0.3	0.50	0.50	0.50
アイルランド	-0.1	0.4	1.3	2.0	0.4	0.5	0.50	0.50	0.50
イタリア	-2.4	-2.5	-1.5	3.3	1.8	1.4	0.50	0.50	0.50
オランダ	-0.3	-0.3	0.2	2.8	2.6	1.8	0.50	0.50	0.50
ポルトガル	-3.2	-2.8	0.0	2.8	1.3	0.7	0.50	0.50	0.50
スペイン	-1.4	-3.0	-1.5	2.5	2.5	1.4	0.50	0.50	0.50
英国	-0.2	0.4	1.0	2.8	2.6	2.3	0.50	0.50	0.50
その他新興国(EEMEA)	2.0	2.6	3.6	5.7	4.6	4.5	4.54	4.41	5.31
チェコ	-0.9	0.7	1.4	3.3	2.1	1.5	0.05	0.05	1.00
ハンガリー	-1.1	0.1	0.8	5.9	5.0	4.3	5.75	5.00	6.00
イスラエル	2.8	3.0	3.5	2.1	2.6	2.7	2.00	2.50	3.00
ポーランド	2.4	2.0	3.5	3.8	2.4	3.0	4.50	4.00	5.00
ルーマニア	0.2	0.8	1.8	3.8	5.0	4.2	5.00	6.00	9.00
南アフリカ	2.4	2.6	3.2	5.6	5.5	5.7	5.00	4.50	6.00
トルコ	3.0	4.5	5.5	9.1	6.7	6.3	5.75	5.75	5.75

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 112ドル/バレル、2013年 109ドル/バレル、2014年 104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. 2012年 11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。

## 2013年世界経済見通しのポイント

### 米国

- 2013年後半には、固定資産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。
- 野村では、連邦公開市場委員会(FOMC)が13年初めに長期資産購入を拡大すると予想している。
- 住宅市場の回復が、投資、雇用創出、総需要を支えよう。
- 欧州債務危機や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

- 財政引き締めや金融機関のディレバレッジ(債務削減)、国債市場の緊張が解消しないことにより、ユーロ圏は予想以上に厳しい景気後退に陥っている。
- 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、野村ではいずれも同国が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、13年1-3月期には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、引き続き重要な障害となろう。
- 欧州中央銀行(ECB)による12年12月の0.25%ポイント利下げ(野村の基本予想)実施は微妙であり、13年1-3月期以降に後ずれする可能性が高まりつつあるようだ。
- 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。とはいえ、13年も下げ渋りが続くと思われる一方、ユーロ圏では一時的に政策目標(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、貸出支援を行ったが、野村では13年2月に500億ポンドの買入れ枠の追加拡大が打ち出されると予想する。

### 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。
- 2013年1月の追加緩和実施をメインシナリオとして予想しているが、リスクは前倒し方向にある。
- 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)

- 輸出の低迷は景気刺激策を求める圧力となるものの、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につながる。
- 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:マクロ経済不均衡の是正には時間がかかり、供給側の制約も続いていることから、成長回復は小幅にとどまろう。
- 豪州:世界経済が底入れしつつあり、豪州準備銀行(RBA:中央銀行)は現行の金利水準がもたらす景気刺激は適切とみているようだ。
- 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ことから、再利下げの可能性があろう。
- ハンガリー:国際通貨基金(IMF)/欧州連合(EU)が示した金融支援の条件に合意し、大幅利下げが実現するのは金融環境が大幅に悪化してからとなろう。13年3月の中銀総裁交代がその引き金となる可能性がある。
- 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とみられ、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:インフレ率は13年前半には前年比+6%に迫ると予想され、利上げ開始が避けられない情勢となろう。
- メキシコ:12月に発足する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が引き続き問題となろう。

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

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

## 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	1.3	2.0	1.3	0.7	1.2	2.3	2.7	3.0	3.2	1.8	2.1	1.5	2.8
個人消費	2.4	1.5	2.0	2.3	0.7	1.4	2.2	2.6	2.8	2.7	2.5	1.9	1.6	2.6
非住宅固定資本形成	7.5	3.6	-1.3	1.0	-0.3	0.9	4.7	4.8	3.9	8.2	8.6	7.3	1.2	5.0
住宅投資	20.6	8.4	14.4	17.5	17.9	16.7	15.9	15.6	13.9	13.7	-1.4	12.2	16.2	14.4
政府支出	-3.0	-0.7	3.7	-2.2	-2.1	-0.9	-1.1	-0.9	-0.3	-1.0	-3.1	-1.4	-0.9	-0.8
輸出(財・サービス)	4.4	5.2	-1.6	2.1	2.9	3.1	3.7	5.3	5.5	4.2	6.7	3.3	2.6	4.6
輸入(財・サービス)	3.1	2.8	-0.2	2.7	1.5	1.8	2.3	3.5	3.9	3.1	4.8	2.9	1.9	3.1
	(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	2.3	1.5	2.3	1.7	0.5	1.3	2.2	2.5	2.7	3.0	1.9	2.1	1.5	2.8
国内最終需要	2.3	1.5	2.3	1.7	0.5	1.3	2.2	2.5	2.7	3.0	1.9	2.1	1.5	2.8
在庫投資	-0.4	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.0
純輸出	0.1	0.2	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0
失業率(%)	8.3	8.2	8.1	7.9	8.1	8.0	8.0	7.9	7.8	7.6	9.0	8.1	8.0	7.6
非農業部門雇用者数(1,000人)	226	67	146	130	100	100	120	150	150	150	139	142	118	169
住宅着工件数 (季節調整済み年率、1,000戸)	715	736	786	850	895	940	985	1,030	1,085	1,140	612	772	963	1,170
消費者物価(前年比%)	2.8	1.9	1.7	2.1	1.7	1.8	1.6	1.3	1.4	1.4	3.1	2.1	1.6	1.4
コア消費者物価(前年比%)	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	1.7	1.8
連邦財政収支(対GDP比%)											-8.7	-7.0	-5.8	-5.0
経常収支(対GDP比%)											-3.1	-2.8	-1.6	-1.0
連邦準備制度理事会(FRB)	2.61	2.62	2.60	2.72	3.01	3.30	3.59	3.58	3.57	3.57	2.61	2.72	3.58	3.57
証券ポートフォリオ保有高(兆ドル)														
政策金利(フェデラルファンド(FF) 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	0.36	0.40	0.40	0.50	0.50	0.50	0.60	0.60	0.58	0.40	0.50	0.70
2年物米国財務省証券利回り(%)	0.33	0.33	0.23	0.20	0.30	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	0.24	0.20	0.70	1.10
5年物財務省証券利回り(%)	1.04	0.72	0.63	0.60	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.50	0.83	0.60	1.30	1.80
10年物財務省証券利回り(%)	2.23	1.67	1.63	1.65	2.00	2.20	2.35	2.50	2.55	2.60	1.87	1.65	2.50	2.85
30年物住宅ローン金利(%)	3.99	3.66	3.50	2.75	3.00	3.40	3.60	3.70	3.70	3.80	3.95	2.75	3.70	4.10

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。3. 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中期予想レンジは1.30～2.30%。6. 太字は実績値、その他は野村予測。7. 2012年11月9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

## ユーロ圏経済見通し要約表

	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	-0.1	-0.7	-0.6	-1.6	-0.8	-0.6	-0.2	-0.1	-0.5	-0.8	0.0
個人消費	-0.7	-1.0	-1.7	-1.7	-1.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.1	-1.6	-1.4
固定資本形成	-5.1	-3.5	-7.0	-6.6	-5.6	-4.5	-3.9	-3.6	-3.9	-5.3	-3.2
政府消費	0.7	0.4	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	0.0	-0.7	-0.5
輸出(財・サービス)	2.6	5.3	0.9	-3.1	0.6	1.6	2.6	2.6	2.3	0.8	2.7
輸入(財・サービス)	-1.2	3.7	-4.7	-7.0	-2.8	-2.1	-0.8	-0.4	-1.4	-2.9	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	-1.3	-1.1	-2.5	-2.3	-2.2	-1.9	-1.7	-1.6	-1.3	-1.9	-1.4
在庫投資	-0.6	-0.4	-0.7	-0.9	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	-0.9	-0.5	0.2
純輸出	1.8	0.9	2.6	1.7	1.5	1.7	1.6	1.4	1.7	1.7	1.3
失業率(%)	10.9	11.1	11.4	11.7	11.9	12.0	12.1	12.2	11.3	12.1	12.3
雇用者報酬 (一人当たり、前年比%)	1.9	1.7	1.8	1.4	0.9	0.7	0.4	0.3	1.7	0.6	0.6
労働生産性(前年比%)	0.4	0.2	-0.2	-0.4	-0.7	-0.5	-0.3	0.1	0.0	-0.4	0.5
単位労働コスト(前年比%)	1.5	1.4	2.0	1.8	1.6	1.2	0.7	0.2	1.7	0.9	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%)	2.7	2.5	2.5	2.4	1.9	1.8	1.5	1.4	2.5	1.7	1.6
政策金利 (主要リファイナンス金利、%)	1.00	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
3ヶ月物EURIBOR金利(%)	0.78	0.65	0.22	0.18	0.21	0.21	0.21	0.21	0.18	0.21	0.21
10年物ドイツ国債利回り(%)	1.81	1.60	1.41	1.25	1.31	1.38	1.44	1.50	1.25	1.50	1.75
米ドル/ユーロ為替レート(米ドル)	1.32	1.25	1.29	1.28	1.25	1.20	1.18	1.18	1.28	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11月9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

## 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	-0.3	-0.4	0.8	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.4	1.0
民間消費	0.3	-0.2	0.8	-0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	1.0	1.8
固定資本形成	3.2	-2.7	-0.3	0.2	-0.1	0.3	0.3	0.5	0.8	-0.3	2.5
政府消費	3.1	-1.6	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	2.2	-1.7	-1.6
輸出(財・サービス)	-1.6	-1.1	1.4	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.2	2.9	3.0
輸入(財・サービス)	-0.1	1.4	0.6	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8	2.6	3.1	2.5
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)								(前年比%ポイント)		
国内最終需要	1.4	-0.9	0.4	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	1.0	0.2	1.1
在庫投資	-1.3	1.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.3	-0.3
純輸出	-0.5	-0.8	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.8	-0.1	0.1
失業率(%)	8.2	8.0	7.9	7.9	7.7	7.6	7.5	7.4	8.0	7.6	7.0
消費者物価(前年比%)	3.5	2.8	2.4	2.5	2.4	2.7	2.7	2.4	2.8	2.6	2.3
小売物価(前年比%)	3.8	3.1	2.9	3.1	3.1	3.4	3.3	2.8	3.2	3.2	2.6
資産買い入れ枠(10億ポンド)	325	325	375	375	425	425	425	425	375	425	425
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	0.65	0.65	0.65	0.65	0.70	0.65	0.70	0.70
10年物国債利回り(%)	2.20	1.73	1.73	1.60	1.50	1.50	1.60	1.75	1.60	1.75	2.50
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.83	0.81	0.80	0.78	0.77	0.75	0.75	0.75	0.78	0.75	—
米ドル/ポンド為替レート(米ドル)	1.60	1.56	1.62	1.64	1.62	1.60	1.57	1.53	1.64	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11月6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

## 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	8.4	8.4	8.0	7.4	7.0	7.9	7.7	7.5
消費者物価(前年比%)	3.8	2.9	1.9	2.0	2.8	3.7	4.6	5.6	2.6	4.2	4.0
コア消費者物価(前年比%)	1.5	1.3	1.5	1.8	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	15.0	16.2	15.9	15.5	15.6	14.3	15.8	16.0
固定資産投資 (名目、年初来、前年比%)	20.9	20.4	20.5	21.0	20.8	21.2	21.3	22.0	21.0	22.0	20.0
鉱工業生産(実質、前年比%)	11.6	9.5	9.1	12.0	10.9	10.7	10.5	10.3	10.6	10.6	10.5
輸出(米ドル建て、前年比%)	7.6	10.5	4.5	5.0	3.0	4.0	6.0	6.0	6.8	4.8	6.0
輸入(米ドル建て、前年比%)	6.9	6.5	1.4	9.0	7.0	8.0	9.0	9.0	6.0	8.3	10.0
貿易収支(10億米ドル)	1.1	68.8	79.5	32.1	-16.0	53.4	70.4	19.1	181.5	126.9	54.5
経常収支(対GDP比%)									1.7	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)									8.0	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	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	18.5
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.29	6.35	6.28	6.28	6.26	6.26	6.25	6.24	6.28	6.24	6.24

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. 2012年11月12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