

2021～23 年度の経済見通し -経済活動再開に向けた道標-

目 次

日本経済： 経済活動再開に向けた道標

- (1) 総括
- (2) 輸出を巡る不透明感は強いが増加基調は維持
- (3) 製造業活動は回復軌道維持も先行きに不透明感
- (4) 設備投資は 7-9 月期に減少を見込むが一時的と判断
- (5) 雇用環境は 4-6 月期に悪化した但先行き緩やかに改善と予想
- (6) 個人消費は夏場一進一退、その後本格回復を予想
- (7) 住宅投資はしばらく堅調、長期的には減少へ

- (8) 公共投資は補正予算で積み増しへ
- (9) 政府消費：関心はワクチンから Go To トラベル再開時期へ
- (10) インフレ率のモメンタム（勢い）は緩やかに回復を維持
- (11) 現行金融緩和は長期化、気候変動対策では将来的な見直しの余地を確保
- (12) 日本経済見通し
- (13) 世界経済見通し

米国経済：経済活動再開の勢い一巡後に注目

ユーロ圏経済：ECB のハト派姿勢は変わらず

英国経済：利上げから間もなく中銀資産縮小へ

中国経済：年後半は景気が顕著に減速へ

野村証券金融経済研究所 経済調査部

美和 卓、桑原 真樹、岡崎 康平、棚橋 研悟、高島 雄貴、伊藤 勇輝

要約と結論

1. 21 年 4-6 月期 GDP（国内総生産）1 次速報を踏まえ、21～22 年度の経済見通しを改定するとともに、新たに 23 年度の予測値を作成した。実質 GDP 成長率の予測値は、21～23 年度につき、それぞれ前年比+3.9%、+4.1%、+1.3%である。なお、23 年度実質成長率は、統計上のゲタ（+0.7%）を差し引くと、ゼロ%台後半とみられる潜在成長率にほぼ収斂する。新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）の影響を脱する過程でのペントアップ（繰越）需要は、22 年度でほぼ一巡し、経済成長が巡航速度に回帰するという点で、コロナ禍からの出口への到達が視野に入ると予想する。
2. 今回の見通し改定のポイントの一つは、繰り返されるコロナ感染流行の影響評価であった。7 月以来の国内での感染第 5 波は、21 年 7-9 月期の景気回復を停滞させる公算が大きい。一方、ワクチン接種については、従来の野村想定通り、10 月中旬に全人口比 70%の 2 回接種完了を達成できるとみている。2 回接種完了による重症化予防効果はほぼ揺るがないとみられ、国内家計消費がサービス需要を含め加速に向かうタイミングは、従来通り 21 年 10-12 月期になるとの見方を維持する。足元では海外でのコロナ感染再燃を背景に、経済活動再開プロセスが頓挫し、グローバル景気が悪化に向かうとの懸念も生じている。しかし、ワクチン接種の新興国・地域への拡大を通じ経済活動再開が広がりをみせる可能性、経済活動再開と連動した国内外での設備投資の拡大余地を踏まえると、輸出、設備投資等の企業関連需要拡大には、なお持続性があると考えられる。
3. 21～23 年度のコア（生鮮食品を除く総合）消費者物価（2020 年基準）上昇率はそれぞれ前年比-0.1%、+0.7%、+0.4%を予想する。基準改定に伴う実績値下振れの影響を除けば、エネルギーによる押し上げ、経済活動再開に伴う需給ギャップ改善を反映し、緩やかながらインフレ率のモメンタム（勢い）が回復していくとの見方は不変である。
4. 日本銀行の金融政策は、「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検」によって、低インフレ環境長期化への対応を済ませた格好であり、インフレ率の回復基調が維持できている限り、追加的な政策対応がとられる可能性は低いと考えられる。長引くコロナ禍や政権支持率低迷は、財政出動大型化の誘因になりうるが、20 年度中に決定された補正予算について、未使用分の累増や執行の遅れが指摘されており、経済対策や予算措置を大型化させる余地も限られると考えている。

予測要約表

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2021年8月16日時点]

		21年度 (予)	22年度 (予)	23年度 (予)	21暦年 (予)	22暦年 (予)	23暦年 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	3.9	4.1	1.3	2.5	4.6	1.7
	＜内需寄与度＞	3.3	3.0	0.9	1.7	3.8	1.1
	＜民間内需＞	2.9	3.4	0.9	1.2	3.9	1.2
	＜公的内需＞	0.4	-0.4	0.1	0.5	-0.1	-0.1
	＜外需寄与度＞	0.7	1.2	0.4	0.8	0.9	0.6
	民間最終消費支出	4.0	3.5	0.8	2.2	4.2	1.1
	民間住宅投資	4.1	-0.2	-1.7	1.6	1.7	-1.8
	民間企業設備投資	5.1	9.8	2.8	1.1	10.4	4.2
	民間在庫品増減＜寄与度＞	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
	政府消費	2.3	-1.9	0.6	2.2	-0.2	-0.5
	公的固定資本形成	-2.7	-0.5	-1.3	-0.6	-1.9	-0.4
	財貨・サービス輸出	15.3	9.8	4.6	13.1	9.8	6.0
	財貨・サービス輸入	11.0	3.8	2.8	8.3	5.4	3.0
	名目国内総生産(GDP)	3.7	4.6	1.6	2.1	5.0	2.1
	GDPデフレーター	-0.2	0.4	0.2	-0.3	0.3	0.4
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	9.9	7.1	1.9	8.1	7.3	2.9
	国内企業物価	3.3	0.2	-0.1	2.6	0.8	-0.1
	消費者物価	-0.1	0.8	0.5	-0.3	0.6	0.6
	除く生鮮食品	-0.1	0.7	0.4	-0.2	0.5	0.6
	完全失業率(%)	2.7	2.3	2.1	2.8	2.4	2.1
対 外 収 支	貿易収支(兆円)	2.7	7.3	8.7	3.5	5.9	8.6
	貿易・サービス収支(兆円)	-0.3	6.0	7.6	0.2	4.3	7.5
	経常収支(兆円)	19.0	25.3	27.3	19.3	23.4	27.1

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、総務省、経済産業省、財務省、日本銀行資料より野村作成

図表 2: 経済見通し前提表

	2021年度	2022年度	2023年度
ドル円相場(年度末値)	113.0	115.0	115.0
消費税率(期末値、%)	10.0	10.0	10.0
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	69.9	65.4	63.0

出所: 野村

日本経済：経済活動再開に向けた道標

(1) 総括

2021～23年度の経済見直し改定

21年4-6月期GDP(国内総生産)1次速報を踏まえ、21～22年度の経済見通しを改定するとともに、新たに23年度の予測値を作成した。実質GDP成長率の予測値は、21～23年度につき、それぞれ前年比+3.9%、+4.1%、+1.3%である。前回(6月8日公表)見通しと比較すると、21年度が0.9%ポイントの下方修正、22年度が0.6%ポイントの上方修正である。なお、23年度実質成長率は、統計上のゲタ(+0.7%)を差し引くと、ゼロ%台後半とみられる潜在成長率にほぼ収斂する。新型コロナウイルス感染症(以下、コロナ)の影響を脱する過程でのベントアップ(繰越)需要は、22年度でほぼ一巡し、経済成長が巡航速度に回帰するという点で、コロナ禍からの出口への到達が視野に入ると予想する。

感染症流行再燃の影響評価

今回の見直し改定におけるポイントの一つは、繰り返されるコロナ感染流行再燃の影響評価であった。7月以来の感染第5波は、21年7-9月期を中心に目先の景気回復を停滞させる公算が大きい。一方、ワクチン接種は、従来の野村想定通り、10月中旬に全人口比70%の2回接種完了を達成できるペースで進捗しているとみている。変異株蔓延を受け、ワクチンによる獲得免疫の持続力を高めるための3回接種が必要との議論が浮上しているが、2回接種完了による重症化予防効果はほぼ揺るがないとみられる。国内家計消費がコロナ禍の影響を受けやすいサービス需要を含め加速に向かうタイミングは、従来通り21年10-12月期になるとの見方を維持する。

企業関連需要の持続性が焦点に

足元では海外でのコロナ感染再燃などを背景に、経済活動再開プロセスが頓挫し、グローバル景気が悪化に向かうとの懸念も生じている。しかし、ワクチン接種の新興国・地域への拡大を通じ経済活動再開が広がりをもせる可能性、経済活動再開と連動した国内外での設備投資の拡大余地を踏まえると、輸出、設備投資等の企業関連需要の拡大には、なお持続性があると考えられる。

高まる経済対策・財政出動大型化への政治的機運

コロナ感染再拡大などを背景に、政権支持率が低迷を続ける実態と、今秋までに予定される自民党総裁選挙や衆議院議員総選挙を見据え、財政出動を含む経済対策の大型化を求める声が高まりやすい状況にある。

今回見直しでは、国土強靱化、気候変動対策に関連して国の一般会計ベースで21、22年度にそれぞれ3兆円程度の公共事業費の上乗せが実施されることを想定した。しかし、20年度中に決定された経済対策及び補正予算に計上されたコロナ関連対策経費については、未使用分の累増や執行の遅れが指摘されており、対策や予算措置を大型化させる余地は限られると考えている。

インフレ率のモメンタム(勢い)は緩やかながら回復を維持

21～23年度のコア(生鮮食品を除く全国総合)消費者物価(2020年基準)上昇率はそれぞれ前年比-0.1%、+0.7%、+0.4%を予想する。2015年基準に基づく前回見通しとの比較では、21年度が0.5%ポイントの下方修正となる。ただ、基準改定に伴う実績値下振れの影響を除けば、エネルギーによる押し上げ、経済活動再開に伴う需給ギャップ改善を反映し、緩やかながらもインフレ率のモメンタム(勢い)が回復していくとの見方は不変である。

金融政策の対応余地は限定的

日本銀行の金融政策は、21年3月金融政策決定会合において結果が公表された「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検」によって、2%の物価安定目標達成に長い時間を要することを前提として必要とされる政策微修正への対応を済ませた格好になっており、インフレ率の回復基調が維持できている限りは、追加的な政策対応がとられる可能性は低くなっていると考えられる。

7月に骨子が公表された気候変動対応投融资に対する新たな資金供給制度についても、物価の安定という政策目標から逸脱して気候変動対策を金融政策で後押しすることについては慎重な姿勢を示すものになったと言える。コロナ禍からの出口に向け、金融政策が大きく変更される余地も限定的であると言えよう。

(2) 輸出を巡る不透明感は強いが増加基調は維持

年明け後の輸出の伸びは減速したが増加余地はある

21年4-6月期のGDPベース実質財貨・サービス輸出は前期比+2.9%と増加したが、20年10-12月期に同+11.7%と大きく増加したのと比較すれば、21年1-3月期(同+2.4%)に続き減速が目立っている。背景の一つには、21年4-6月期の実質輸出の水準がコロナ前(19年平均)の-0.7%まで既に回復してきていることから、昨年末に見られたような大幅な増加の余地が小さくなってきていることが挙げられよう。

とは言え、野村では、輸出が今後頭打ちになるとは考えていない。先行きの輸出の増加余地についての手がかりを得るために、日本の主要貿易相手国である米国、中国、ユーロ圏の実質GDP(以後、まとめて「海外GDP」と表記)と実質実効為替レートを説明変数とした簡易な輸出関数を推計した(図表3)。その結果、21年4-6月期時点で日本の実質輸出の水準は関数により得られた推計値を下回っている他、推計値自体も今後の海外の経済活動水準の持ち直しに併せて上昇していくことが見込まれる(図表4)。日本の輸出には今後更なる増加の余地があると判断されよう。

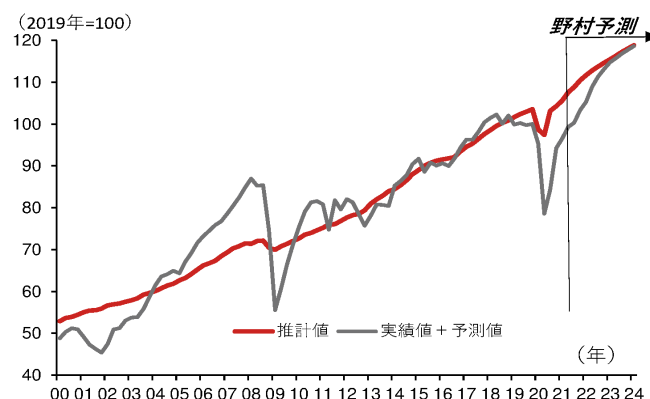
図表 3: 輸出関数の説明変数と係数一覧

推計期間	2012年1-3月期から2019年10-12月期	
説明変数	係数	t値
定数項	0.75	1.71
米国・中国・ユーロ圏実質GDP	0.93	7.54
実質実効為替レート指数	-0.08	-1.69

注: 1. 説明変数のうち「米国、中国、ユーロ圏実質GDP」はそれぞれの国、地域の実質GDPの前期比伸び率を日本からの輸出額のウェイトを用いて加重平均したものを2019年=100で指数化した数値。2. 全ての変数において対数変換を施した。3. 自由度修正済み決定係数は0.92、ダービンワトソン比は1.43である。

出所: 日本内閣府、米国商務省、Eurostat、中国国家統計局、QUICK資料より野村作成、予測は野村

図表 4: 実質輸出の実績と推計値、野村予測値の推移



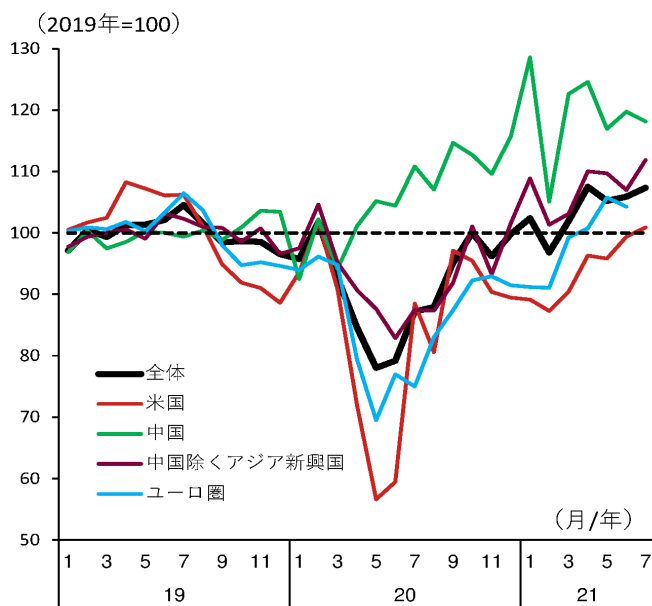
注: 2021年7-9月期以降の数値は外挿値、回帰式の説明については図表3を参照されたい。

出所: 日本内閣府、米国商務省、Eurostat、中国国家統計局、QUICK資料より野村作成、予測は野村

中国除くアジア向け、欧州向けに輸出増加余地

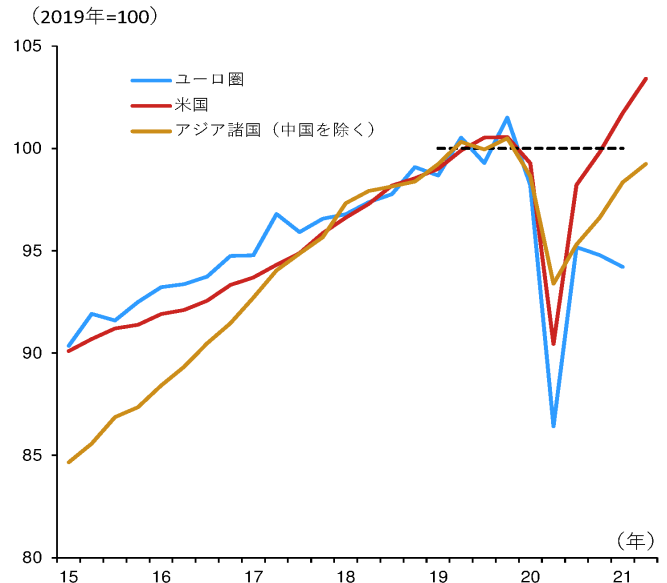
具体的には、どの国・地域向けの輸出に回復の余地があるのだろうか。貿易統計を用いて輸出先別に実質輸出の動向を見ると、中国をはじめとして多くの地域向け輸出がコロナ前の水準を取り戻しているが(図表5)、相対的に米国向けの回復が遅れているようだ。米国の内需はコロナ前を大きく上回っているものの(図表6)、日本からの自動車輸出が半導体不足の影響で出遅れており、逆に今後は半導体不足の解消とともに自動車輸出の増加余地が大きいと考えられる。

図表 5: 輸出先の国、地域別実質輸出の動向



注: 1. 貿易統計は21年7月速報まで公表されているが、主要国の計数のみであり詳細は確報を待つ必要がある。2. ユーロ圏は個別国のデータから計算しており、6月分まで掲載。3. 実質化と季節調整は野村による。
出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

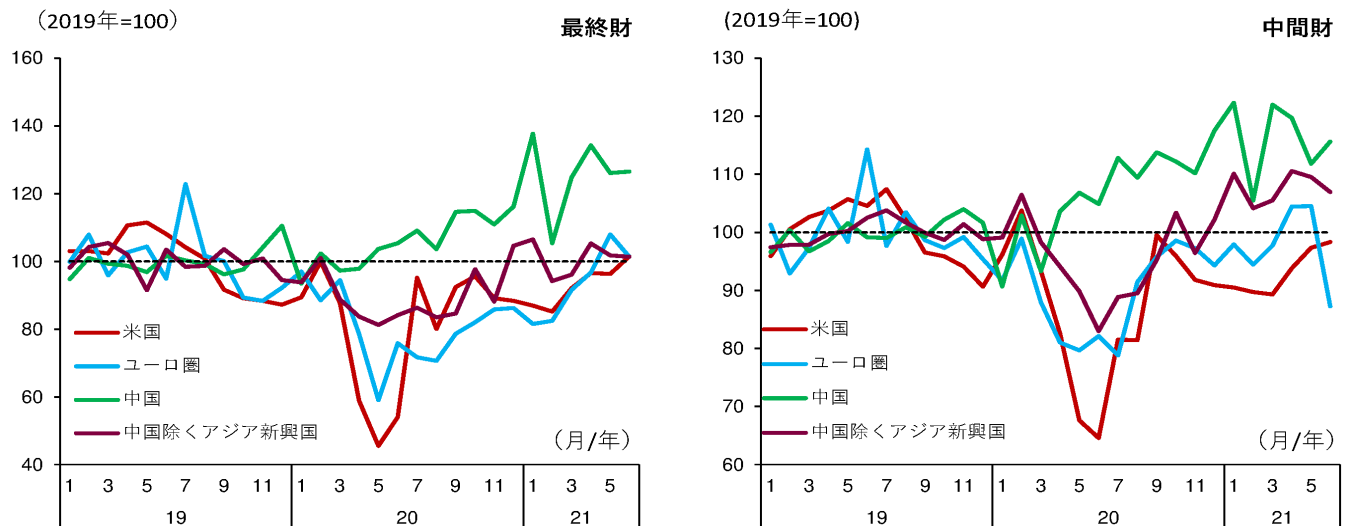
図表 6: 米国、ユーロ圏、アジア諸国(中国を除く)の内需の動向



注: アジア諸国(中国を除く)の内需については、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイのそれぞれの内需の動向を2019年の為替レートでドル建てに換算して合計して算出した。
出所: 米国商務省、Eurostat、Haver Analytics資料より野村作成

一方、ユーロ圏やアジア諸国(中国を除く)の内需はまだコロナ前の水準を取り戻していない(図表6)。それにもかかわらずこれら地域向けの日本からの輸出回復が進んだ背景としては、日本から当該地域向けの輸出増加の一定部分が景気回復で先行した中国や米国に向かった可能性を指摘できる。日本から中間財が輸出され、当該地域で加工・組み立て後に第3国に最終財が輸出される形である。実際、輸出総額を中間財と最終財に分けて確認すると、ユーロ圏向け、アジア諸国(中国を除く)向けについては最終財よりも中間財が早く立ち直っていた(図表7)。今後、これらの地域でワクチン接種の進捗とともに内需の持ち直しが進むと見込まれる中では、日本からの最終財の輸出増加余地が大きいと考えられる。

図表 7: 国、地域別最終財、中間財実質輸出の動向



注: 1. 独立行政法人経済産業研究所(RIETI)のRIETI-TIDでまとめられている生産工程別の品目分類を用いて、HSコード6ケタレベルで「資本財」「消費財」を最終財とし、それに該当する貿易統計の2047品目に関して、「米国」、「中国」、「中国除くアジア新興国」(25か国)、「ユーロ圏」(19か国)、をそれぞれ合計して計算した。貿易統計速報は21年7月分まで公表されているが、品目別データは貿易統計確報で公表されるため、21年6月までを掲載。2. 実質化と季節調整は野村による。

出所: 財務省、RIETI、日本銀行資料より野村作成

半導体不足などで7-9月期の輸出はさらに減速

目先の輸出環境を見ると、半導体不足や海外景気の減速が重しになると見込まれる。

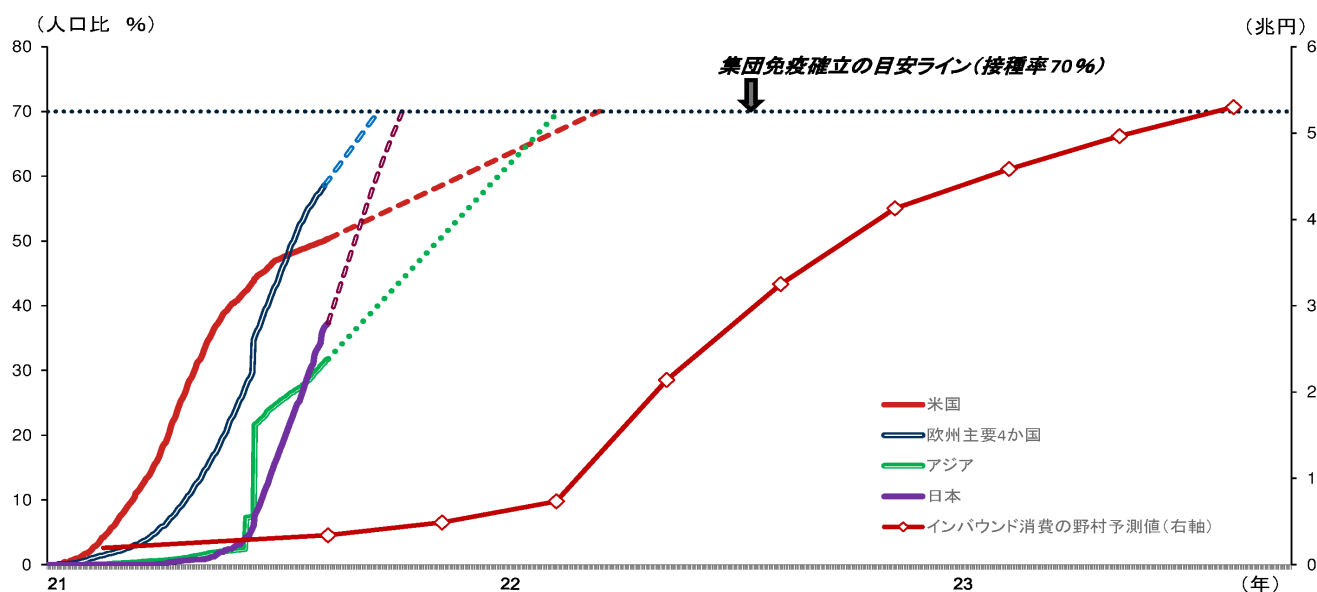
財務省が公表している貿易統計によれば4-6月期の自動車輸出(実質化、季節調整は野村による)は前期比-0.9%と減少に転じ、停滞感が強まっている。野村では、自動車メーカーによる減産の影響が7-9月期まで続くの見込んでおり、これにより7-9月期の実質輸出の水準が-0.5%pt程度引き下げられると考えている。また、コロナ変異株の世界的な感染再拡大を受けて景気減速懸念が強まっており、野村では米国、中国について21年後半の成長率見通しを下方修正している。日本の7-9月期GDPベース実質輸出は、前期比+1.0%にまで伸びを鈍化させると予想する。

ただ、半導体の供給不足は10-12月期には解消に向かう。また、変異株の感染が拡大しているとはいえ諸外国でもワクチン接種率が上昇しているのも事実であり、基本的には重症化リスクが軽減されることで公衆衛生上の制限緩和が見込まれるため、景気腰折れのリスクは大きくないだろう。10-12月期以降は、日本の輸出の伸び率が再加速すると野村では見込んでいる。

インバウンド消費再開までには時間がかかる

インバウンド(訪日外国人)消費の再開には、国内外双方でのワクチン接種進捗により感染リスクが低減することが必要と考えられるが、それにはまだ時間がかかるだろう。人口に占める2回のワクチン接種完了率を見ると、日本やアジア諸国では早いペースで上昇しているものの、それぞれ4割弱、3割強にとどまっている(図表8)。米国や欧州主要4か国(英、仏、独、伊)では5～6割に達しているものの、米国では接種ペースの減速が目立っている。全体として、現状程度の接種ペースが続いた場合に、集団免疫の一つの目安とされる接種完了率7割が達成されるのは22年前半となる。野村では引き続き、インバウンド消費の明確な回復が始まるのは22年4-6月期と想定している。

図表 8: 各国、地域のワクチン2回接種者割合と日本のインバウンド消費の予想



注: 1. 欧州主要4か国は英、独、仏、伊の単純平均値。2. アジアの定義はOur World in Dataに基づく。3. ワクチン2回接種者割合が人口比70%に到達するタイミングを集団免疫確立の目安とした。4. ワクチン2回接種者割合の点線は試算値であり、日本以外の地域は直近1週間のペースに基づいて試算。5. 日本の接種ペースについては、野村のメインシナリオに基づき試算。

出所: 観光庁、オックスフォード大学資料より野村作成

全体として、目先の輸出環境についての不透明感は強いものの、ワクチン接種進捗を背景に世界的な経済活動持ち直し傾向は変わらないと野村では考えており、日本の輸出にも回復余地があろう。野村では、21・22年度のGDPベース実質財・サービス輸出について、それぞれ前年度比+15.3%、+9.8%と高めの伸びが続くと予想する。23年度は海外GDP成長率が潜在成長率程度になるとの仮定の下、日本の輸出は同+4.6%になると予想している。

(3) 製造業活動は回復軌道維持も先行きに不透明感

4-6月期の製造業活動は回復軌道を維持

21年4-6月期の鉱工業生産指数は、前期比+1.1%となった。この4-6月期には、自動車産業で半導体供給不足が顕在化したものの、製造業活動全体として増産を維持した形だ。同指数の前期比上昇はこれで4四半期連続であり、コロナ禍からの回復軌道が維持されたと判断できる。

増産継続に寄与した業種としては、汎用・業務用機械(前期比+9.5%)、生産用機械(同+6.2%)、化学(同+3.5%)、電気・情報通信機械(同+4.1%)が挙げられる(図表 9)。財別にみた場合は、資本財(同+7.0%)、鉱工業用生産財(同+1.2%)の押上げ寄与が目立つ。業種ごと・財ごとの回復パターンは、概ね1-3月期と近い状況だったことも明らかであろう。

図表 9: 業種別・財別の前期比寄与度

業種名	2020				2021		業種名
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
鉱工業	0.0	-16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	鉱工業
鉄鋼・非鉄金属	0.1	-1.6	0.6	0.7	0.3	0.0	鉄鋼・非鉄金属
金属製品	-0.1	-0.6	0.2	0.2	0.2	0.0	金属製品
生産用機械	0.0	-0.5	-0.2	0.5	1.1	0.4	生産用機械
汎用・業務用機械	-0.2	-0.9	0.0	0.8	0.1	0.5	汎用・業務用機械
電子部品・デバイス	0.3	-0.4	0.4	0.1	0.6	0.2	電子部品・デバイス
電気・情報通信機械	-0.2	-0.9	0.3	0.7	0.3	0.3	電気・情報通信機械
輸送機械	0.0	-7.8	6.6	2.1	-1.0	-0.4	輸送機械
窯業・土石製品	0.1	-0.5	0.1	0.2	0.1	0.0	窯業・土石製品
化学	-0.2	-0.7	0.0	-0.2	0.6	0.3	化学
石油・石炭製品	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	石油・石炭製品
プラスチック製品	0.1	-0.7	0.4	0.2	0.1	0.0	プラスチック製品
パルプ・紙・紙加工品	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	パルプ・紙・紙加工品
食料品・たばこ	0.2	-0.6	0.2	-0.2	0.3	-0.1	食料品・たばこ
その他	0.0	-1.2	0.3	0.4	0.2	0.0	その他
鉱業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	鉱業
資本財	-0.4	-1.8	0.0	1.3	1.0	1.0	資本財
建設財	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.2	建設財
耐久消費財	0.1	-3.6	3.1	1.1	-0.3	-0.6	耐久消費財
非耐久消費財	0.1	-0.8	0.1	-0.5	0.5	0.0	非耐久消費財
鉱工業用生産財	0.5	-9.7	5.7	3.6	1.7	0.5	鉱工業用生産財
その他用生産財	-0.1	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.0	その他用生産財

(単位は前期比寄与度、%ポイント)

注: 四半期ベースの前期比に関する寄与度を表示している。セルの色は、各四半期の範囲において、より寄与度が大きい場合に濃い緑、小さい場合に濃い赤として塗り分けしている。

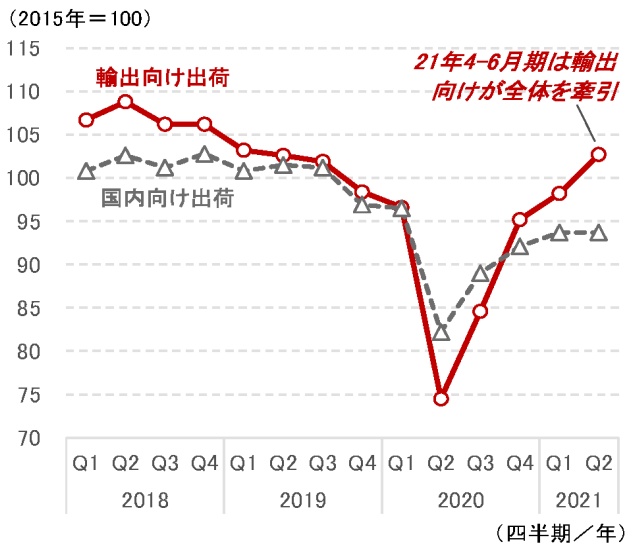
出所: 経済産業省資料より野村作成

石油・石炭製品の輸出鈍化は脱炭素の動きを反映か

ただし、1-3月期から変化が見え始めたポイントもある。出荷先の動向だ。国内・輸出の別に出荷指数をみてみると、この4-6月期には輸出向け出荷の回復が明確に上向く一方、国内向け出荷は1-3月期からほぼ横ばいだったことが分かる(図表 10)。国内向けに対して輸出の伸びが高い構図は、鉄鋼・非鉄金属、生産用機械、輸送機械といった業種で特に顕著にみられる。逆に、国内向け出荷が底堅さを維持した業種としては、汎用・業務用機械、電気・情報通信機械、化学工業(医薬品除く)、などがあげられる。

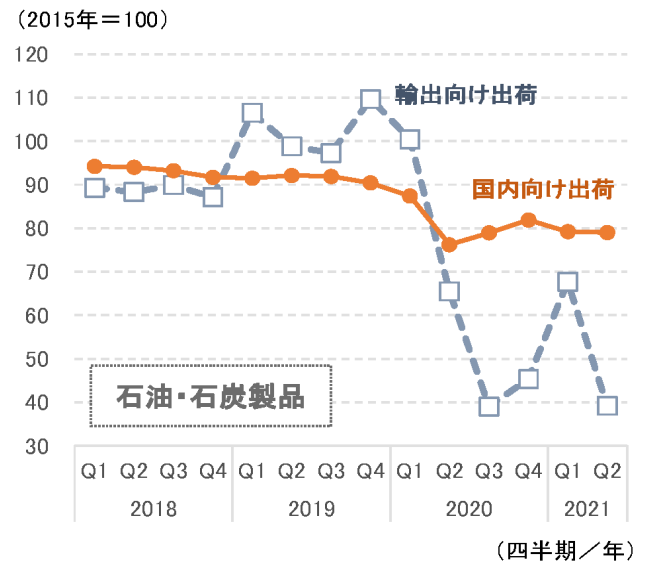
異彩を放つのが、石油・石炭製品だ(図表 11)。当業種の生産指数・出荷指数は全体として回復が鈍いものの、なかでも輸出向け出荷の回復の鈍さは群を抜いている。石油・石炭製品工業の出荷において、輸出向けが占めるウエイトは4%程度に過ぎず、輸出向け出荷が大きく落ち込んだとしても当業種の出荷全体が落ち込むわけではない。しかし、ガソリンやアスファルト、コークスといった温暖化ガス排出と関係の深い品目が含まれる石油・石炭製品であるだけに、世界的な脱炭素の動きが、いち早く輸出の減少として顕在化し始めた可能性を疑わざるを得ない。すぐにも同様の動きが他産業に広がるわけではないにせよ、世界的な脱炭素の取組みのインパクトを示唆する動きとして注目に値しよう。

図表 10: 国内・海外別の出荷動向(鉱工業全体)



注: 季節調整値。
出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 11: 国内・海外別の出荷動向(石油・石炭製品のみ)



注: 季節調整値。
出所: 経済産業省資料より野村作成

目先の製造業活動に停滞リスク

4-6月期まで回復軌道を維持してきた製造業活動であるが、7-9月期には停滞感が強まる可能性が高い。製造工業生産予測調査によれば、7-9月期の生産計画は-2.4% (7・8月生産水準の4-6月平均比、野村による実現率調整済み)と明確に減産に転じる見込みである。輸送機械工業が増産を継続する見込み出る一方、ここまで順調に回復してきた生産用機械工業や電気機械工業などで大幅な減産が予想されている。製造業の回復基調には、いったん歯止めが掛らざるを得ないだろう。

加えて、世界的にコロナの感染再拡大が進んでいる。このことは、二つの経路によって、日本の製造業活動の下押し材料になる可能性がある。第一に、感染拡大による景気下押し効果だ。野村では、中国や米国について、感染再拡大の影響を織り込む形で年後半の成長見通しを下方修正している。その影響は、主に両国内の対面サービス業で大きいと考えられるが、景況感や所得環境の悪化を通じて、日本からの財輸出にも悪影響を与える可能性が考えられる。第二に、サプライチェーン・リスクの発現だ。中国や東南アジアにおける感染拡大では、現地に部品・組み立て工場を持つ企業が操業停止に追い込まれるケースが散見される。現地での生産高・売上高に影響が及ぶことに加え、日本での組み立てに利用する部分品の製造に障害が出る可能性もある。日本の製造業は、やはり年後半にかけて停滞のリスクを抱えていると判断すべきだろう。

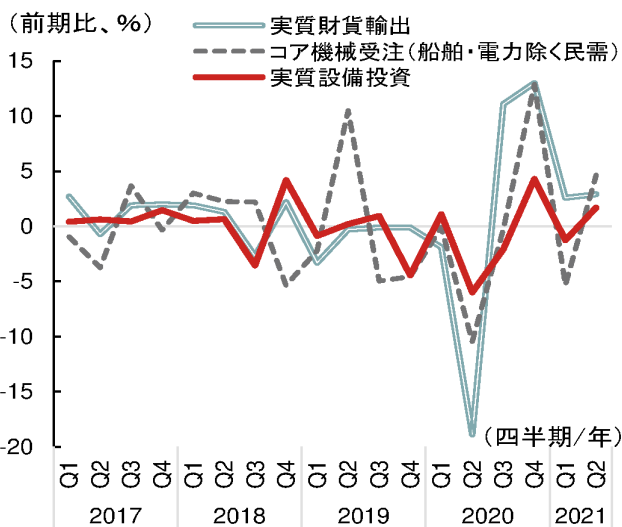
とはいえ、欧米や日本を含む先進国・地域で、ワクチン接種が進んでいることも事実である。また、20年前半と比べた場合、人々のコロナに対する恐怖心はかなり抑制されている。感染再拡大による景気下押し効果は、短期間で払拭されるのではないかと判断し、21年10-12月期以降の鉱工業指数が、再び上昇軌道に乗るとの見方は維持することとした。

(4) 設備投資は7-9月期に減少を見込むが一時的と判断

21年4-6月期の設備投資は堅調、製造業が牽引

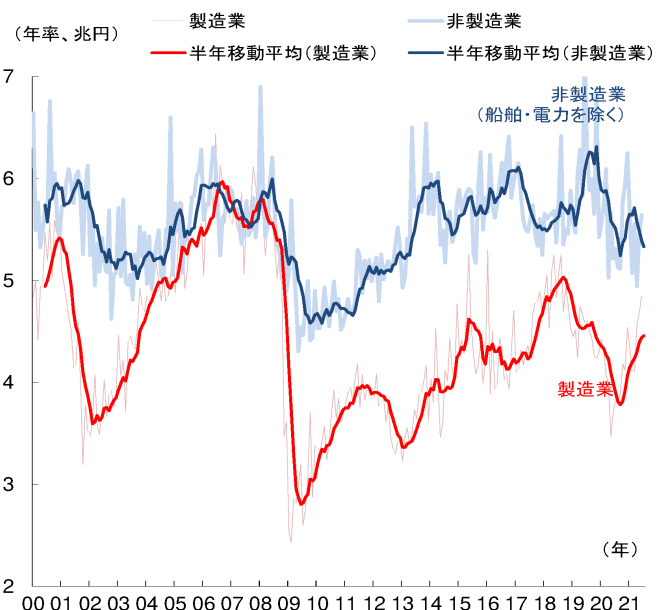
21年4-6月期の実質設備投資は前期比+1.7%と、21年1-3月期の同-1.3%から増加に転じた。実質設備投資と連動性が高い実質輸出が昨年後半以降回復基調を続けている点や、21年4-6月期にコア機械受注(船舶・電力除く民需)が前期比+4.6%と21年1-3月期の同-5.3%からプラスに転じたことと整合的であり(図表 12)、違和感はない。21年4-6月期の機械受注額を需要者別に見ると、製造業からの受注は20年央から概ね回復基調が続いているのに対し、非製造業からの受注は21年に入ってから再び下落基調となっており(図表 13)、設備投資の増加は製造業が牽引していると思われる。

図表 12: 実質設備投資、コア機械受注(船舶・電力除く民需)、実質財貨輸出



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 13: 需要者別機械受注額の推移

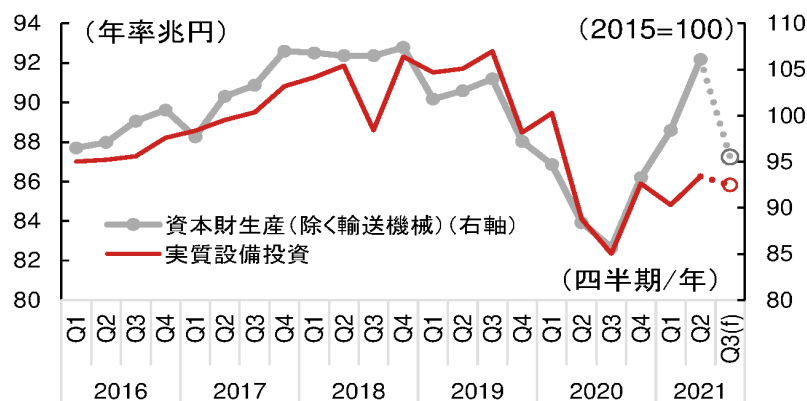


出所: 内閣府資料より野村作成

設備投資は21年7-9月期に一旦減少

目先の21年7-9月期について関連指標を見ると、設備投資と連動性の高い資本財(除く輸送機械)生産計画は、製造工業生産予測調査を用いた野村による修正ベースで7・8月平均の4-6月平均比で-10.7%と、大幅低下となっている(図表 14)。これは、(3) 製造業活動は回復軌道維持も先行きに不透明感で議論した通り、米国、中国の21年7-9月期の景気減速を反映している可能性がある。だとすれば、製造業を中心として、実質設備投資も21年7-9月期に一旦減少すると見込まざるを得ない。非製造業についても新型コロナ感染第5波、及びそれに伴う公衆衛生上の措置により対面型のサービス消費が一定程度弱含むと予想されることから、21年7-9月期についても引き続き慎重な見方を維持する必要があると考えられる。

図表 14: 実質設備投資と資本財生産(除く輸送機械)



注: 2021年7-9月期の実質設備投資は野村予測値、同資本財生産(除く輸送機械)は製造工業生産予測調査による7-8月分の計数を野村にて実現率・予測修正率の調整を行った推計値。

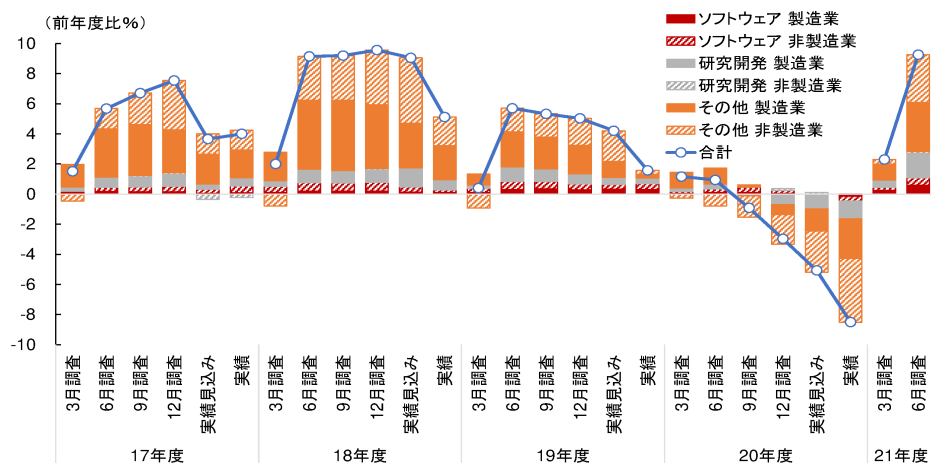
出所: 内閣府、経済産業省資料より野村作成

日銀短観6月調査の21年度設備投資計画は強気

ただし野村では、企業の設備投資意欲は基本的に強いと考えている。7月1日に公表された日銀短観(6月調査)の21年度の設備投資計画は、ソフトウェア・研究開発含む(土地除く)ベースで前年度比+9.3%と、6月調査としては比較可能な17年度以降で最大の伸びとなった(図表 15)。20年度の減少からの反動という性格も強いものの、企業の設備投資欲が早い段階で回復してきていると言えよう。

既に述べたように、国内外での感染拡大により7-9月期の設備投資はいったん減速すると見込まれるが、同時にワクチンの接種が進んでいるのも事実であり、景気の腰折れリスクは限定的であろう。外需、内需双方の回復に牽引される形で、日本の設備投資も10-12月期には再び回復傾向を明確にすると見込まれる。野村では、実質設備投資は21年度に前年比+5.1%、22年度に同+9.8%と高めの伸びが続くと予想する。23年度はコロナ後の一時的な需要増が一巡し、同+2.8%と緩やかな増加を見込む(図表 16)。

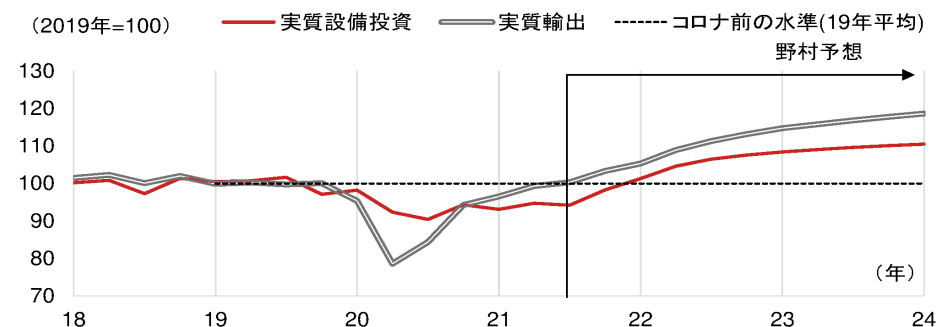
図表 15: 日銀短観設備投資計画



注: ソフトウェアと研究開発を含み土地を除く設備投資。全規模、全産業。

出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 16: 実質設備投資と実質輸出の水準



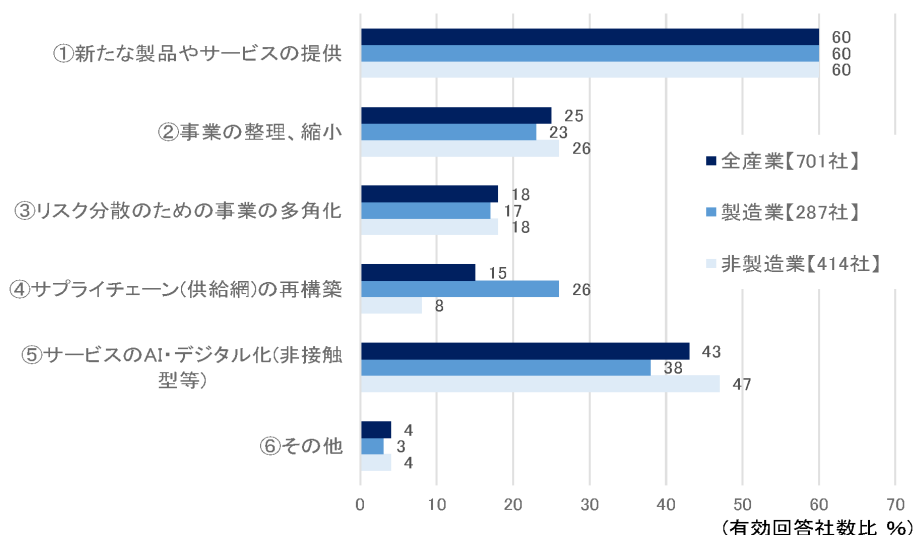
注: 2021年7-9月期以降は野村予想。

出所: 内閣府資料より野村作成

デジタル化や環境関連の設備投資に注目

今後どのような設備投資が伸びると期待されるのかについては、日本政策投資銀行が8月5日に公表した「2021年度設備計画調査」、「企業行動に関する意識調査」が参考になろう。同調査によれば、「新型コロナウイルス感染拡大によって事業の見直しが必要なる場合に想定される取り組み」として回答数が多かったのが、「新たな製品やサービスの提供」、「サービスのAI・デジタル化(非接触型等)」であった(図表 17)。また、同調査結果の「成長市場開拓の取り組み具体事例」を見ると、自動運転や高齢者向けヘルステック事業、データセンターなどの「デジタル化」関連と、水素関連事業、再生可能エネルギー、CO₂データ分析サービスなどの「環境」関連が目立つ(図表 18)。既に注目を集めているテーマではあるが、引き続き、新たな製品やサービスを生み出す「デジタル化」と「環境」関連の設備投資の伸びが期待されよう。

図表 17: 新型コロナウイルス感染拡大によって事業の見直しが必要となる場合に想定される取り組み



注: 2つまでの複数回答。サプライチェーン(供給網)は、製品、サービスが提供されるまでの調達、製造、在庫管理、物流、販売等の一連の流れを指す。

出所: 日本政策投資銀行より野村作成

図表 18: 成長市場開拓の取り組み具体事例

	業種	具体事例
製造業	化学	水素関連事業、再生医療、細胞医薬、ライフサイエンス
	一般機械	水素・アンモニア関連技術の開発、教育ICT化市場、EV分野
	電気機械	自動運転、キャッシュレス決済、高齢者向けヘルステック事業
	その他	再生可能エネルギー、セルロースナノファイバー
非製造業	運輸	コールドチェーン、宇宙関連事業、MaaS、eスポーツ
	卸売・小売	ファッションサブスクリプションサービス、テイクアウト、医療インフラ、半導体販売
	建設/不動産	データセンター、スマートシティ、ローカル5G
	その他	CO ₂ データ分析サービス、地域型情報銀行、動画アプリリリース

出所: 日本政策投資銀行より野村作成

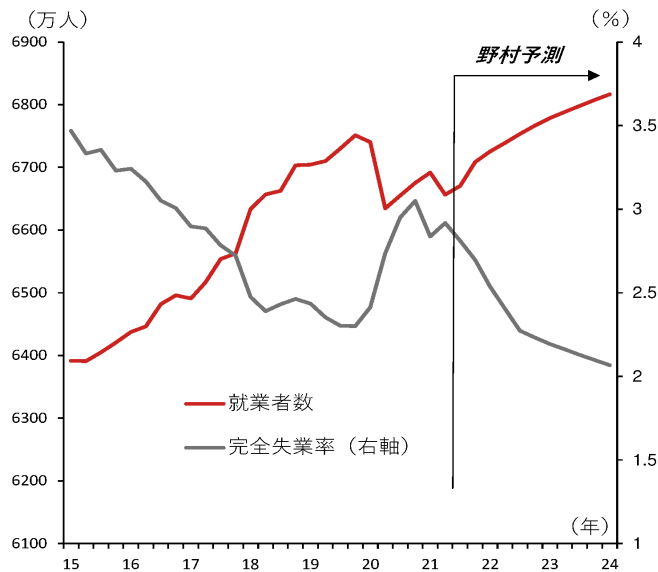
(5) 雇用環境は4-6月期に悪化したが先行き緩やかに改善と予想

4-6月期の雇用環境は再び悪化

雇用環境は21年4-6月期に再び悪化局面を迎えた。完全失業率は21年4月の2.8%から、5月には3.0%まで上昇した。6月は2.9%と低下に転じたものの小幅にとどまっている。四半期ベースで就業者数の動きも確認すると、21年4-6月期は前期比-0.5%とやや大きめに減少した(図表 19)。

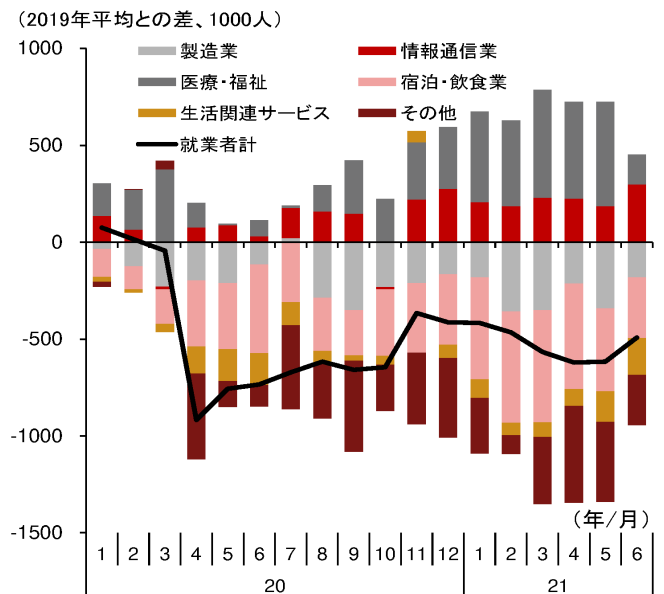
背景として、コロナの感染第4波の影響を考えることができる。一日当たり新規陽性者数が5月上旬にかけて増加傾向を続けたため、感染リスクを回避するため人出の減少が目立っていた。そのため、人出の動向に比較的影響を受けやすい個人消費を中心に経済活動水準が低迷し、その影響が雇用環境にも波及したと考えられよう。就業者数を業種別にみると、4-6月期には金融業・保険業(前期比-6.4%。季節調整は野村による)や不動産業・物品賃貸業(同-4.7%)、生活関連サービス業(同-2.9%)などでやや大きめに減少しており、景気減速の影響が多方面にわたっていたことが分かる。外出自粛の影響を最も受けやすい宿泊・飲食業の就業者数が増加(同+3.6%)したのは、同業種が1-3月期にも感染第3波の影響を大きく受けていたためであろう(図表 20)。

図表 19: 就業者数と完全失業率の動向と野村予測



出所: 総務省資料より野村作成、予測は野村

図表 20: 産業別就業者数の動向



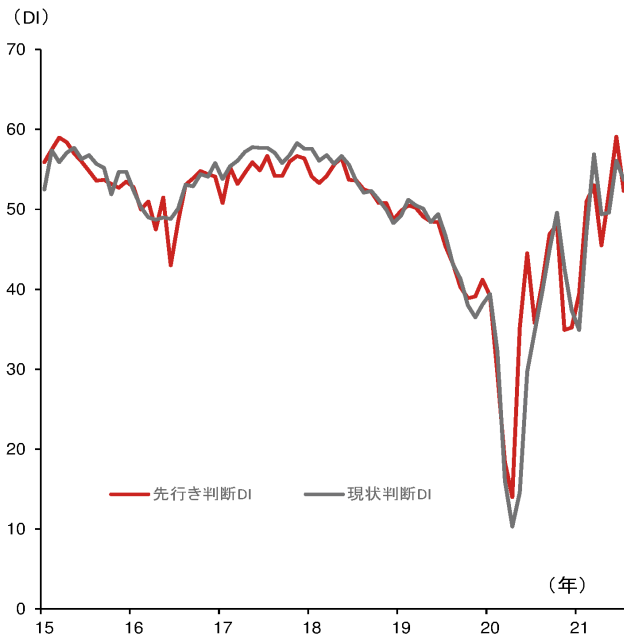
注: 野村による季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

目先の雇用環境は軟調だが大幅悪化リスクは限定的

7-9月期の雇用環境も軟調に留まろう。7月下旬以降一日当たりの新規陽性者数が大きく増加してきており、7月中旬には人出も減少に転じた。夏場にかけて消費活動が停滞することで景気が再び冷え込み、雇用環境が再悪化するリスクは否めない。7月の景気ウォッチャー調査・雇用関連指標を見ても、景気の現状判断DI、景気の先行き判断DI共に前月から低下に転じている(図表 21)。

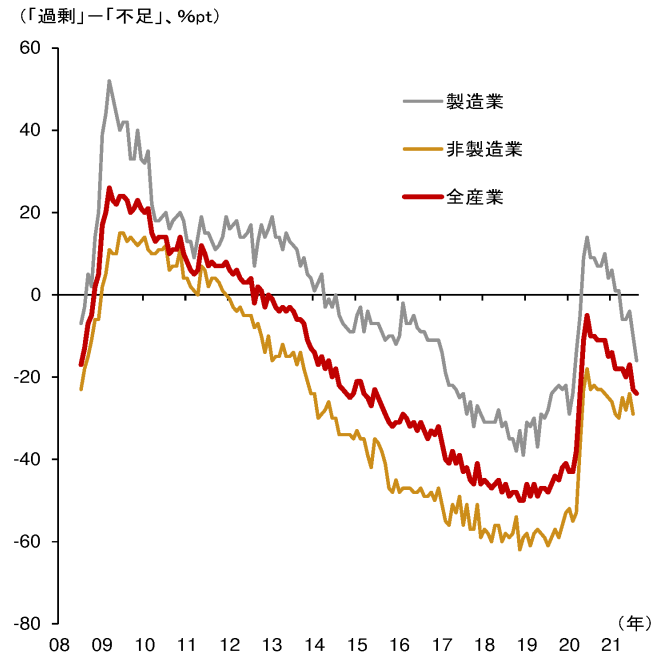
とはいえ、今後雇用環境が更に悪化していくとは考えにくい。QUICK短観の雇用人員判断DIは、マイナス幅が大きいほど人手不足感が強いことを意味するが、20年6月に-5までマイナス幅が縮小した後は再び人手不足感が強まり、21年8月には-24まで低下している(図表 22)。ワクチン接種も進展を見せており、10月中旬には集団免疫確立の目安となる70%の接種率に達すると野村では見込んでいる。集団免疫確立を目前にして、4-6月期を上回るような大規模な雇用調整が行われる可能性は低いのではないだろうか。年末には、雇用環境の回復ペースがやや強まると見込まれ、その後も経済活動水準が上昇するにつれ、完全失業率は低下していこう(図表 19)。

図表 21: 景気ウォッチャー調査における雇用関連指標の推移



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 22: QUICK短観の雇用人員判断DI



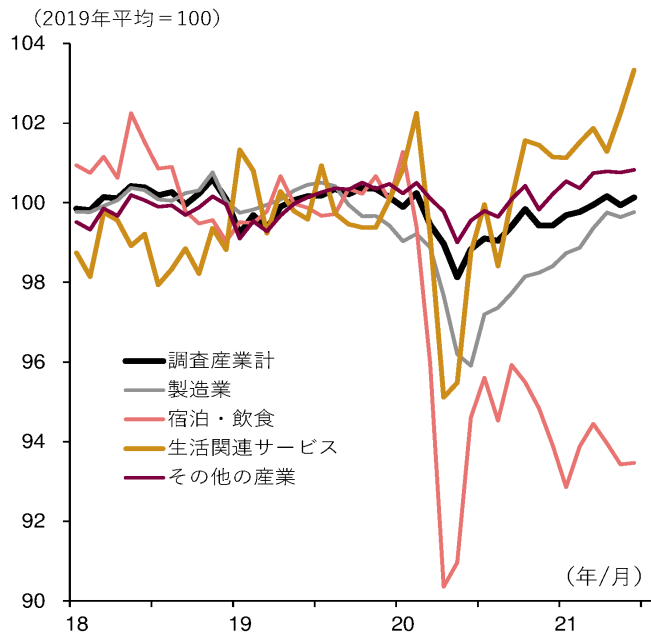
出所: QUICK短観より野村作成

ボーナスを除けば賃金水準はコロナ前を回復

一人当たり賃金については、緩やかに持ち直してきている。名目現金給与総額は20年5月に前年同月比-2.3%と大幅に落ち込んだ後、振れを伴いつつも減少幅を縮小し、21年5月には同+1.9%まで持ち直した。6月については同-0.1%と再び減少に転じたが、21年夏季賞与の減少による一時的なものと判断される。振れの大きい特別給与（賞与など）を除いた「きまって支給する給与」（所定内給与+所定外給与。基本給、残業手当など）の水準を見ると、全体としては既にコロナ前（19年平均）の水準を取り戻している（図表23）。生産活動の再開により、所定内給与（基本給）や所定外給与（残業手当）等が持ち直していることが背景であろう。ただ業種別に見ると、コロナ禍による営業時間短縮や休業などの措置の影響を受けやすい宿泊・飲食業については、コロナ前比で-6.5%（6月時点）と大きく後れを取っていることがわかる。

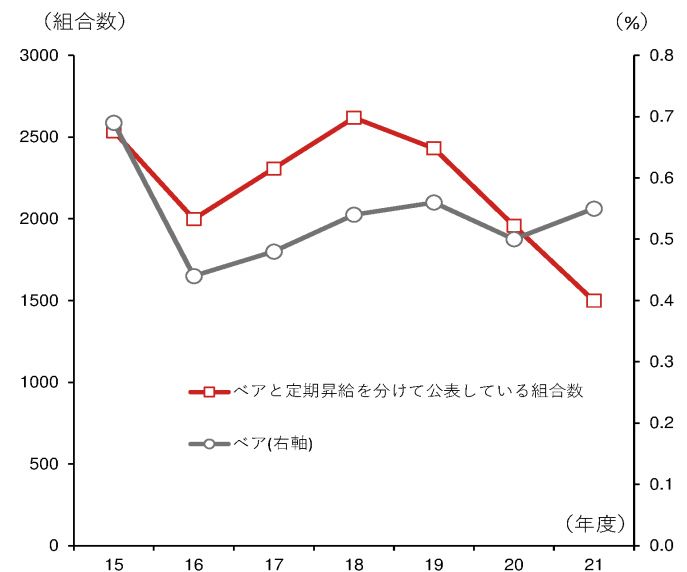
先行きについて生産活動水準の上昇や企業業績の改善に併せて、伸び悩んでいる業種を中心に一人当たり賃金は持ち直していこう。22年度中には、賞与も含めた賃金が、コロナ前に当たる19年度の水準を取り戻すと野村では見ている。

図表 23: きまって支給する給与(基本給、残業手当など)の推移



注: その他の産業は野村による試算。季節調整は野村による。
出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 24: 定期昇給分とベアが明確にわかるように公表している回答組合数の推移



注: 各年度とも第7回(最終回)回答集計時点における回答組合数。
出所: 日本労働組合総連合会資料より野村作成

ただ、賃金の基調的な伸び率が高まるわけではないことには注意が必要であろう。日本労働組合総連合会(連合)が公表している21年春季生活闘争(春闘)の第7回(最終)回答集計によれば、21年ベアは0.55%と過去のベアと同程度であるものの、ベアと定期昇給を分けて公表している組合数が21年は例年に比べて少ない(図表24)。ベアを見送った企業数が多いことを反映している可能性が高く、マクロ全体で見たベアは上記の集計値より低いと判断するのが自然であろう。

以上を踏まえ野村では、21年度の一人当たり現金給与総額は前年度比+1.4%、22年度は同+1.9%、23年度は+0.6%と増加すると見込んでいる。雇用者数×一人当たり賃金で計算した「総賃金」については、21年度は同+1.7%、22年度は同+2.9%、23年度は同+1.2%と試算され、22年度にはコロナ前に当たる19年度平均水準まで回復すると野村では見込んでいる。

(6) 個人消費は夏場一進一退、その後本格回復を予想

以前に比べコロナへの警戒感は弱いが、夏場の個人消費は一進一退

21年4-6月期のGDPベース実質個人消費は前期比+0.8%と増加した。内訳を見ると、サービスが同+1.5%と増加した寄与が大きい。国内の新規感染者数が4月に大幅増加し、人々の外出が手控えられたものの、その後は人出が増加基調に戻ったことが、4-6月期の個人消費増加の背景として考えられる。

コロナ禍はまだ終息していないものの、人々の新型コロナウイルス感染に対する警戒感が薄れたことが、5月から7月にかけて感染拡大下・緊急事態宣言下であるにもかかわらず人々の外出が増加した背景にあらう。ただし、人出が増加した結果として7月以降、日本国内の新規感染者数は大きく増加し、過去最多を更新している。

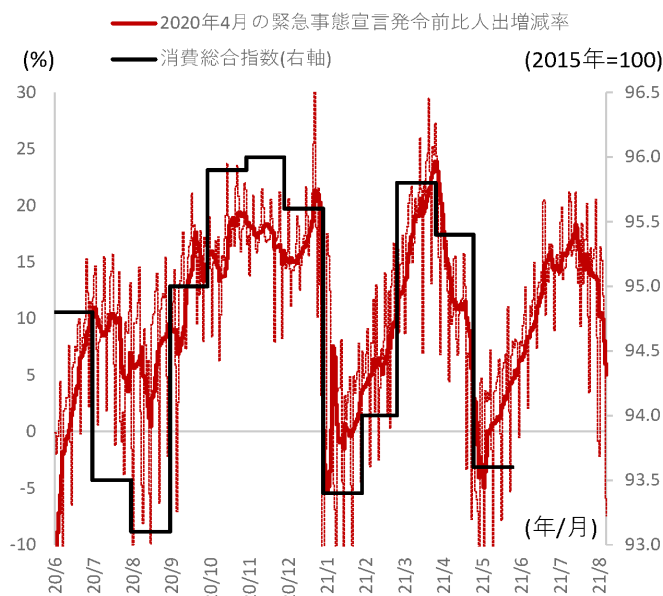
7月下旬からは人々の外出が減少に転じているところを見ると(図表25)、人々の感染に対する警戒感は再び高まったと推察される。8月20日から緊急事態宣言・まん延防

止等重点措置の対象地域が拡大され、期限が9月12日まで延長される方針も示されている。7月は東京を対象に緊急事態宣言が発令されていたにもかかわらず人出が増加していた経験を踏まえると、政府の規制方針が及ぼす効果が小さい可能性はあろうが、いずれにせよ人出を抑制する方向ではある。野村では、8月の人出は大きく減少した1月や4月ほどではないものの減少し、9月には感染増加ペースが落ち着くことで人出はやや増加、結果として夏場の個人消費は一進一退となると見ている。

ワクチン接種の進捗で10-12月期から本格回復との見方を維持

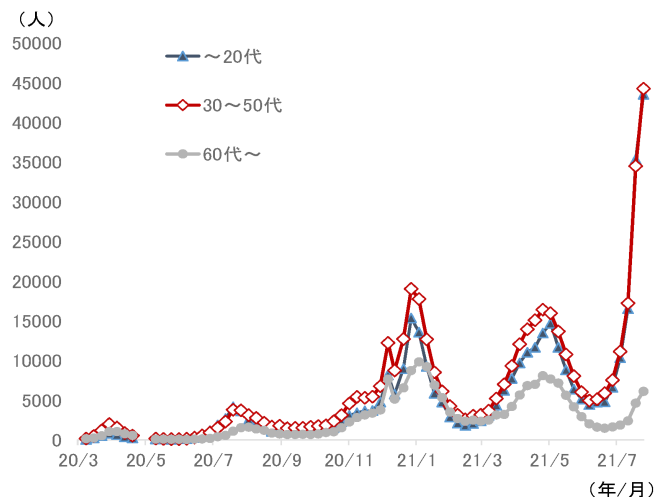
個人消費の本格回復のカギを握るのはワクチン接種の進捗であろう。新規感染者数の急増が見られているものの、高齢者に対するワクチン接種の進展により、死亡者数には顕著な減少が見られている他、50代以下と比べワクチンが優先して接種された高齢者の新規感染者数は大きく抑制されている(図表 26)。

図表 25: 人出状況と消費総合指数



注: 人出増減率は点線が実績、実線が7日平均値。
出所: 内閣府、NTTドコモ資料より野村作成

図表 26: 年齢別・新規陽性者数の推移(1週間の累積)



注: データ欠落部分は、1週間ごとのデータが入手できなかった期間。
出所: 厚生労働省より野村作成

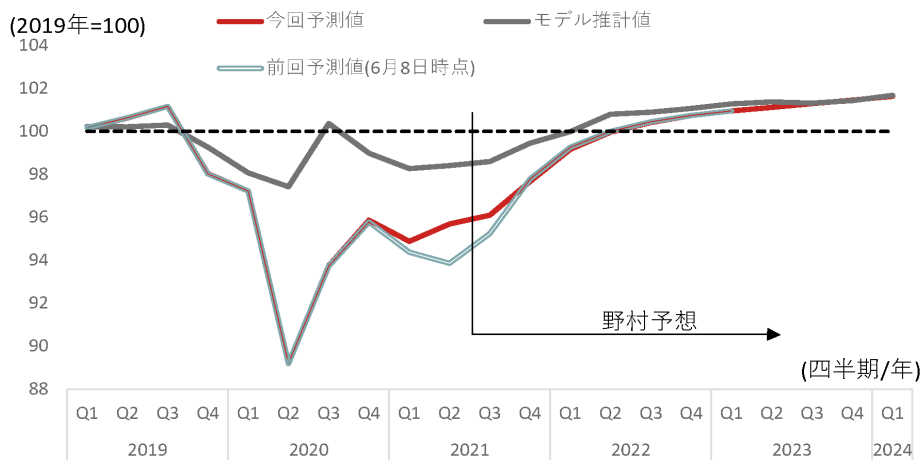
野村では、国民に対する2回のワクチン接種に加え、3度目のワクチン接種も行われると想定を変更した(9)政府消費:関心はワクチンからGo Toトラベル再開時期へを参照)。ただし、免疫獲得自体は2度のワクチン接種で達成できるだろう。3度目のワクチン接種の主な目的は、免疫を持続化させるためである。野村では10月中に国民の7割が2度目の接種を終えると想定しているが、個人消費も10-12月期から本格的に回復しよう。

また、現在は停止されているGo Toトラベル事業に関しては、感染終息時期が不透明ではあるものの、ワクチン接種が進んでいる点、その効果が高齢者の感染抑制や死亡率の低下に表れている点を踏まえ、10-12月期に再開されると想定している。感染動向や政府内での議論次第で後ずれする可能性には注意が必要であるが、ワクチン普及後のサービス消費の回復を後押ししよう。

以上を踏まえ、個人消費の水準がコロナ禍前(2019年平均)を上回る時期は、前回見通し(6月8日時点)と同じ22年4-6月期を想定している。その後は実質可処分所得など

と整合的な伸びに戻ると想定し(図表 27)、実質個人消費の21、22、23年度の前年度比はそれぞれ+4.0%、+3.5%、+0.8%と予想している。

図表 27: 個人消費のモデル推計値と野村予想



注: モデル推計値: 実質個人消費=7.65+0.37×実質可処分所得+0.01×期待インフレ率+0.05×景気ウォッチャー(現状水準判断DI)+0.005×60歳以上人口比率-0.03×震災ダミー。推計期間は2004年4-6月期～2019年10-12月期。自由度修正済み決定計数=0.92。D.W.比=1.79。説明変数の計数はすべて有意水準1%を満たす。推計は60歳以上人口比率、期待インフレ率以外すべての変数について対数変換を施した。実質可処分所得は2四半期平均値。期待インフレ率は、消費動向調査より野村が独自に推計したもの。震災ダミーが適用されるのは2011年1-3月期のみとなっている。

出所: 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村作成

(7)住宅投資はしばらく堅調、長期的には減少へ

21年4-6月期の実質住宅投資は、前期比+2.1%と1-3月期の同+0.9%から加速した。推計に使われている住宅着工戸数も4-6月期は同+5.5%と、1-3月期の同+3.1%から加速し、堅調だったことと整合的である。コロナの影響で20年の住宅着工戸数は大幅に減少したが、21年に入って以降ペントアップ需要(繰越需要)が発現している可能性が高いと言える。

先行きについて、雇用所得環境は改善を続ける見込みで、しばらくは住宅着工戸数を押し上げる材料となろう。既に公表されている7月の住宅関連指標は少ないが、景気ウォッチャー調査の「住宅関連」を見ると、連動性の高い景気の現状水準判断DIが、7月は4-6月平均比で+2.3ptと上昇基調を維持している(図表28)。目先の住宅着工戸数が高めの水準を維持することを示唆している。

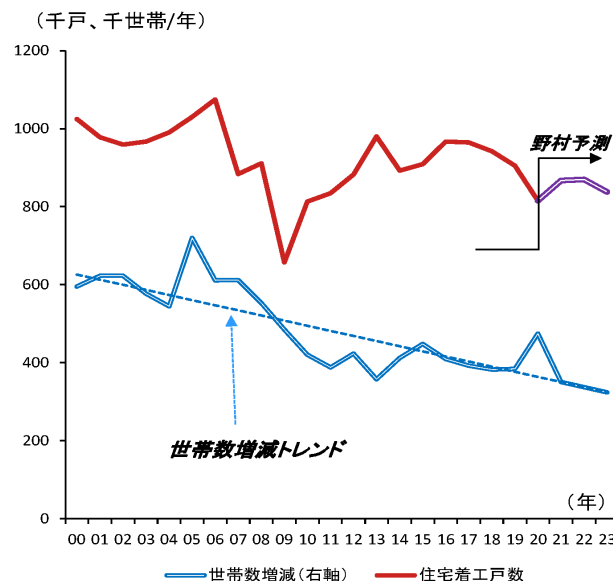
ただし、日本の人口が減少傾向にあることを考慮すると、住宅着工が長期的に増え続けると考えるのは難しい。住宅着工の長期的なトレンドは、世帯数の増減に規定される部分が大きいと考えられる(図表29)。世帯数は増加を続けながらも増加幅は過去のトレンドに沿って低下していくとの想定の下、野村では、住宅着工戸数はしばらく前期比増加を続けるが、22年中に緩やかな減少トレンドに転じると見ている。GDPベース実質住宅投資は、21年度は前年度比+4.1%と増加した後、22年度は同-0.2%、23年度は同-1.7%と減少に転じていくと予測する。

図表 28: 住宅着工戸数と景気ウォッチャー調査住宅関連(現状水準判断DI)の動向



出所: 内閣府、国土交通省資料より野村作成

図表 29: 世帯数増減と住宅着工戸数の関係と野村予測



注: 先行きの世帯数増減は、2000年～2020年のトレンドを2023年まで延長。
出所: 総務省、国土交通省資料より野村作成、予測は野村

(8) 公共投資は補正予算で積み増しへ

20年度3次補正により目先の公共投資は名目ベースで一旦増加へ

21年4-6月期の実質公共投資は前期比-1.5%、と2四半期連続で減少した。実質公共投資は18年末から20年末にかけ増加基調を続けてきたが、21年に入ってからは一ピクアウトした(図表 30)。

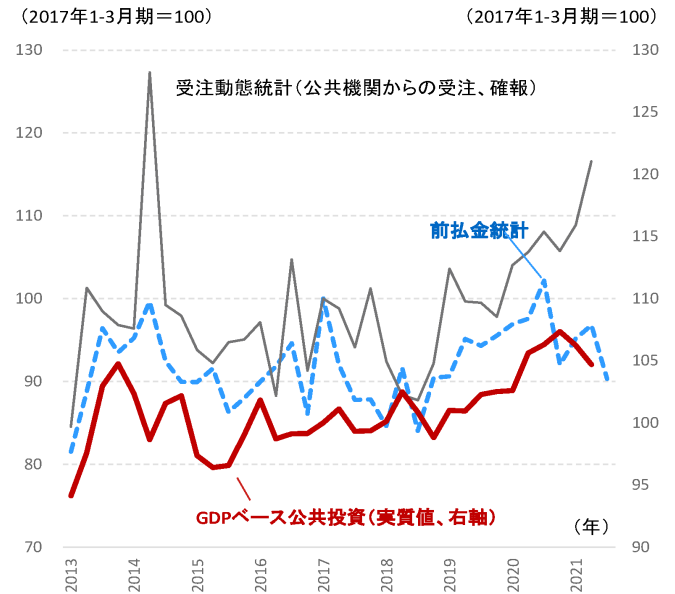
月次ベースで公表されている関連統計を確認しよう。建設工事受注動態統計は振れが大きい点に注意が必要だが、直近にかけ増加している。公共工事前払金保証統計も、20年末にかけ大きく減少したものの、21年1月から6月は増加方向にあった(図表 31)。21年1月に成立した20年度第3次補正予算による受注が反映されていたと野村では見ている。7月の公共工事前払金保証統計は4-6月平均比6.7%少ない水準であり、20年度第3次補正予算による公共投資押し上げ効果が長続きしない可能性を示唆しているが、目先の公共投資は名目ベースで一旦増加に向かおう。

図表 30: 実質公共投資



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 31: 公共投資の関連月次指標



注: GDPベース公共投資は実質値。それ以外は名目値。いずれも季節調整値。

出所: 内閣府、国土交通省、北海道建設業信用保証株式会社、東日本建設業保証株式会社、西日本建設業保証株式会社資料より野村作成

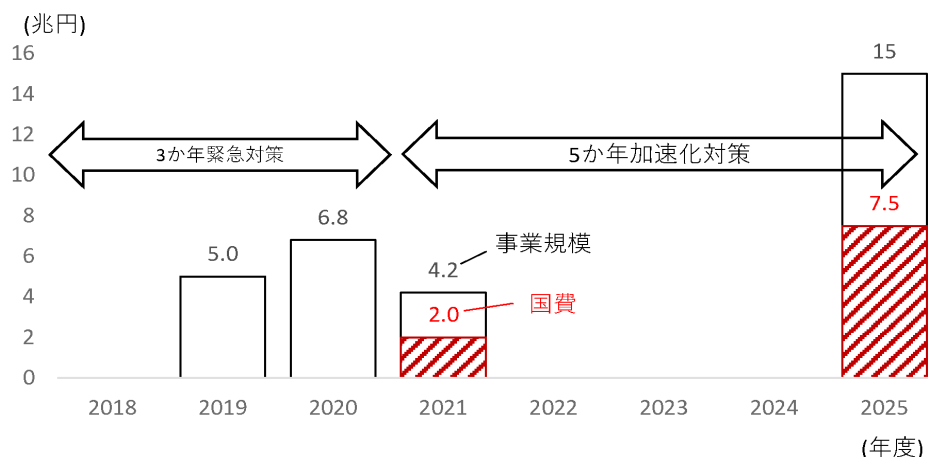
21年度補正予算で3兆円の公共投資積み増しを想定

また、8月後半以降に経済対策がまとめられる可能性が注目されている。7月8日付日本経済新聞電子版によれば、二階・自民党幹事長は経済対策の規模を「30兆円に近いものと考えていかなければいけない。」と述べた。また、8月3日付同紙では世耕・参院幹事長が21年度補正予算の規模に関して、需給ギャップが30兆円ほどあるとし、「それを埋める(国費の)真水の規模が必要だ」と発言した。野村では、21年度補正予算が22年の年明けにまとめられると想定している。政府が感染拡大による景気の下振れリスクに備えるだけでなく、多発化・深刻化する自然災害に対処するためのインフラ整備の必要性が増し続けている点も考慮し、同補正予算に含まれる公共投資額は3兆円規模と、従来想定の2兆円よりも引き上げた。

公共投資関連として、他には「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」(以下、5か年加速化対策)の事業も考える必要があろう。同対策では、国土強靱化のための123の対策を掲げ、2021～25年度の5年で15兆円規模の事業規模、としており、一見、その金額は大きい。ただし、6月に公表された国土強靱化年次計画2021の進捗確認では、このうち国費は7兆円台半ばとされており、21年度の目途は事業規模4.2兆円、国費が2.0兆円となっている(図表 32)。5年で7兆円台半ば、は単年で平均1.5兆円程度と考えられるが、同進捗確認では、初年度(21年度)は「現下の低金利環境も踏まえ初年度にまとめて融資額が財投措置されているものがあることや経済対策の一環として行うことも踏まえ対応」しているため平年比多めの金額となっている。

5か年加速化対策の21年度の2兆円の大部分は、20年度第3次補正予算に計上されており、この分は既に述べたように目先の公共投資を増加させると見られる。逆に言えば5か年加速化計画の公共投資額は2年目以降、初年度より少ない可能性を指摘できる。5か年加速化計画による投資分は、公共投資の下支えとなろうが、これによって22年度以降の公共投資が21年度比で増加する可能性は小さいと見られる。

図表 32: 国土強靱化計画の進捗状況(事業規模の目途、事業費ベース)

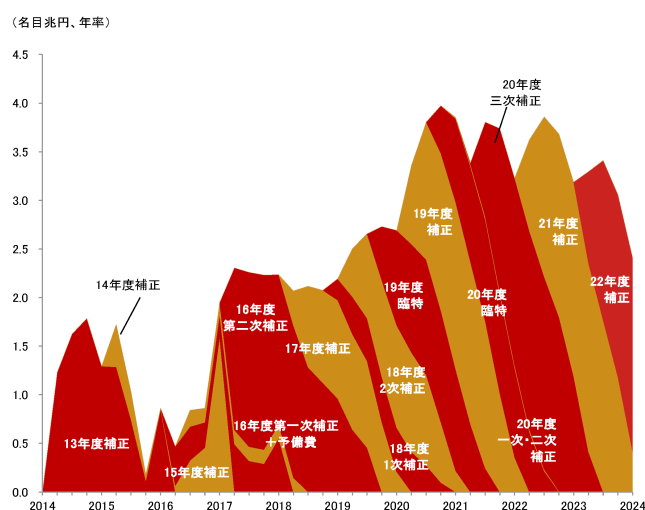


注: 対策ごとの期間内累積ベース。25年度は最終的に見込まれる累積額。5か年加速化計画は21年6月公表の国土強靱化年次計画2021の進捗確認を参照。

出所: 内閣官房資料より野村作成

野村では、景気の下振れへの対処などのため、21年度、22年度ともに補正予算で3兆円規模の公共投資が行われると想定している。補正予算や臨時・特別の措置などによる公共投資額積み増し額には山谷があるものの、概ね横ばい圏で推移しよう(図表 33)。ただし、原油など商品価格の上昇が実質ベースの公共投資額を目減りさせよう。その結果、実質公共投資額は20年度をピークに21年度は減少、22年度に入ってからは横ばい圏での推移となろう(図表 34)。野村では、実質公的資本形成の前年度比はそれぞれ、21年度-2.7%、22年度-0.5%、23年度-1.3%と予想している。

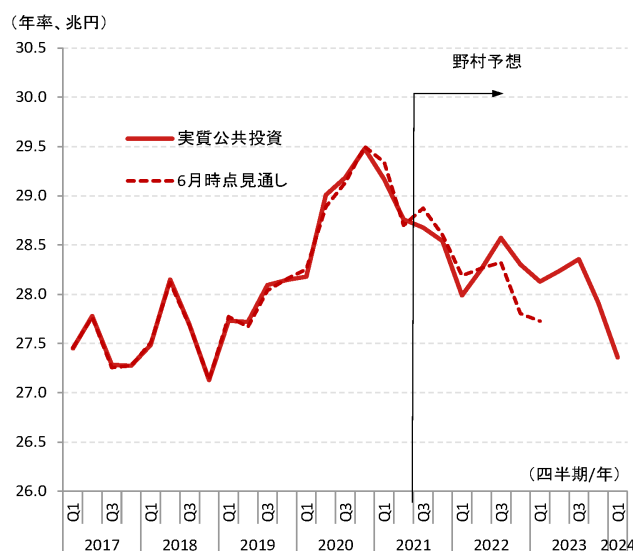
図表 33: 補正予算等による公共投資の積み増し分



注: 補正予算等の追加的財政措置のうち、公共事業費に関する部分を抜き出し、独自の支出パターンに当てはめたもの。

出所: 財務省資料より野村作成

図表 34: 実質公共投資額見通し



出所: 内閣府資料より野村作成

(9) 政府消費: 関心はワクチンからGo Toトラベル再開時期へ

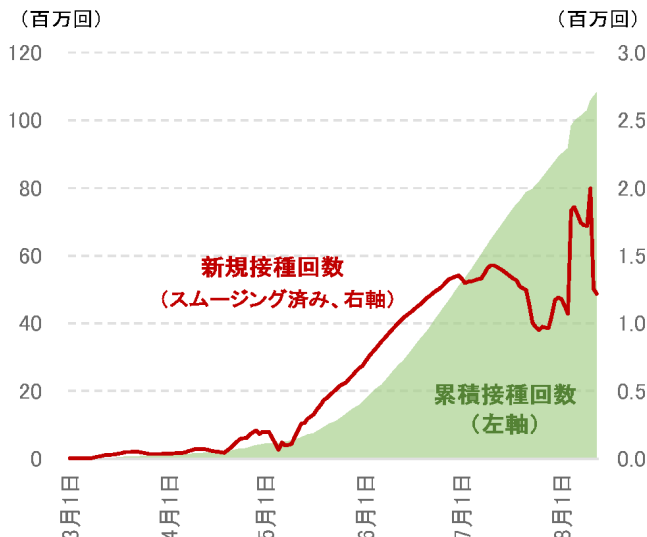
21年4-6月期の政府消費は、前期比+0.5%と増加した。1-3月期には緊急事態宣言の発出を受け同-1.7%と減少していたが、小幅に反発した形である。反発の背景には、

1) ワクチン接種の進展、2) 医療の「受診控え」の解消があろう。

ワクチン接種は順調に進捗、三度目の接種も視野

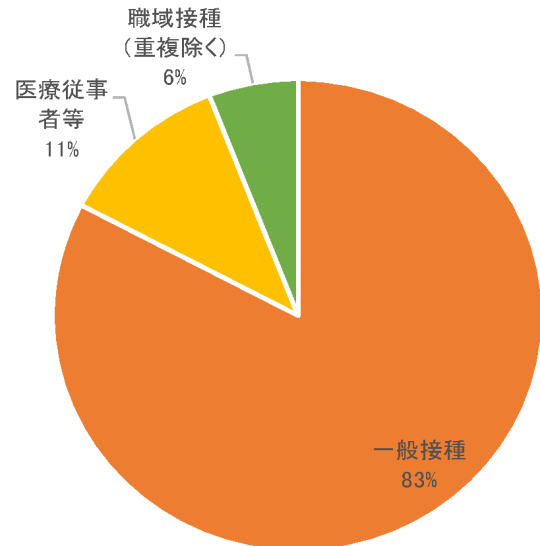
第一の背景であるワクチン接種は、この4-6月期から本格的に進展した(図表 35、図表 36)。得られる情報の制約から実態を掴みにくい部分があるものの、最も接種回数が多い日には1日当たり150万回程度の接種が行われていた可能性がある。このペースは、野村の想定や政府想定を上回るものであり、人々のワクチン接種に対する意欲の強さが反映されたと言えるだろう。

図表 35: 日本のワクチン接種状況



注: 8月における新規接種回数の大幅増加は、職域接種分が後から計上されたことを反映しており、新規接種回数の実勢とは見なせない。
出所: オックスフォード大学、首相官邸資料より野村作成

図表 36: 累積接種回数の内訳



注: 8月12日時点での累積接種回数の内訳。計数には今後、異同が生じる点に注意。職域接種の重複分は控除済み。
出所: 首相官邸資料より野村作成

想定を超える接種ペースを受けて、7月にはワクチン供給ペースの調整が必要になった。ワクチン供給を担当する河野大臣によれば、「1日当たりの接種回数が120万回程度に適正化、最適化されつつあると思います」(8月5日の記者会見での発言)とのことである。8月中旬時点においても、概ね同程度のペースで接種が進んでいると見てよいだろう。7-9月期にかけ、ワクチン接種は政府消費を押し上げる要因となる可能性が高い。

また、ワクチン接種を巡っては、従来想定以上に政府消費を押し上げるシナリオが浮上している。3度目接種の必要性が強く意識され始めたのだ。米国食品医薬品局(FDA)は、8月12日、臓器移植を受けた人や免疫力が低下している人に対し、3度目のワクチン接種(ブースター接種)を許可した。また、米ニューヨーク・タイムズ(8月16日付)は、バイデン政権がブースター接種を一般向けに推奨する方針であると報じている。日本においても、河野大臣が「どこかで3回目を打つことになるのではないか。たぶん、来年だと思う」と述べている(7月31日付、NHK報道)。

ブースター接種については、世界的なワクチン不足への懸念からWHO(世界保健機関)が一時停止要請を発出しているものの、時期が来れば日本でも実施される可能性が高い。上述の通り、河野大臣がブースター接種の可能性に肯定的に触れていることに加え、日本政府は3度目接種を可能にするだけのワクチン調達を進めているからだ(図表 37)。日本経済新聞(8月16日付)によれば、日本政府は、米ファイザー社と1億2,000万回分のワクチン供給を2022年に受ける方向で契約を進めている。2度目の接

種が希望者全員に完了し次第、医療従事者や高齢者から優先接種を進める見込みだ。

以上の認識の下、今回の経済見通しには、3度目のワクチン接種を反映した。これにより、政府消費は2022年前半にかけて上昇改定圧力を受けている。

図表 37: 日本政府のワクチン調達状況

供給者	契約日	供給量(合計)	供給量	国内承認
ファイザー	2021年1月20日	1億4,400万回	2021年12月末までに1億4,400万回分	
	2021年5月14日	5,000万回	2021年7-9月期に5,000万回分を追加	2月14日承認済み
	協議中(大筋合意済)	1億2,000万回	2022年に1億2,000万回分を追加	
モデルナ	2020年10月29日	5,000万回	2021年7-9月期までに5,000万回分	5月21日承認済み
	2021年7月20日	5,000万回	2022年初頭から5,000万回分を追加	
アストラゼネカ	2020年12月10日	1億2,000万回	2021年12月末までに1億2,000万回分	5月21日承認済み
ノババックス	協議中	1億5,000万回	2022年初頭から1億5,000万回分	未定
合計		6億8,400万回		

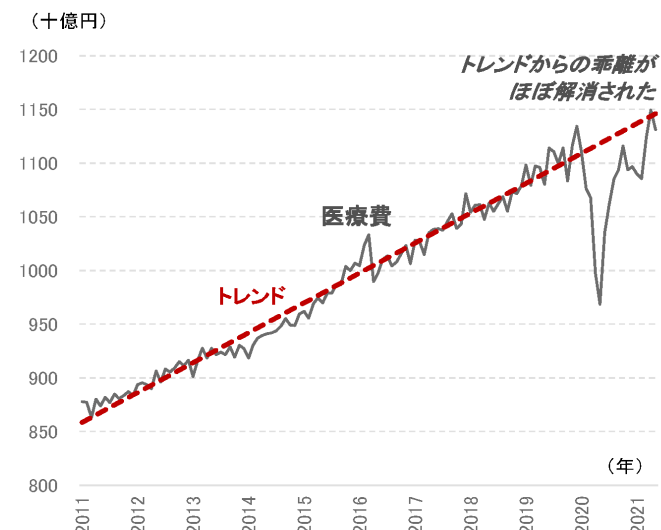
出所: 厚生労働省、日本経済新聞資料より野村作成

医療需要は堅調維持

第二の背景である「受診控え」については、[図表 38](#)で確認するのが早い。コロナ禍の発生を受け、全体として医療需要は大きく減少した。その後も感染状況と合わせて医療需要は増減してきたが、この4-6月期には従来のトレンド線上まで需要が回復している。緊急事態宣言下でも、人々の医療需要は旺盛だったと言えるだろう。

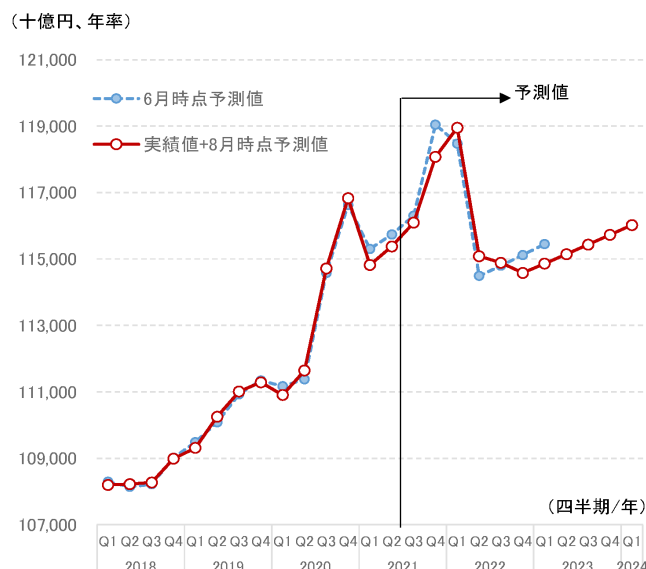
7-9月期にかけても、医療需要は堅調を維持すると野村では考えている。7月末にかけて新規陽性者数が大幅に増加し、8月には全国の新規陽性者数が過去最高を記録した。再び「受診控え」が発生する可能性も否定はできない。しかし、1) 人出の動向を見る限り足元の感染拡大に対する反応は過去と比べ相対的に小さい上に、2) 医療サービスの主たる需要者である高齢者には優先的にワクチン接種が行われたことを踏まえると、「受診控え」が大規模に発生する可能性は小さいと考えられる。足元の感染拡大には注意が必要であるものの、7-9月期にかけても、医療需要は政府消費を下支えするだろう。

図表 38: 医療費の推移



注: トrendは2011～2019年のタイムトレンド。
出所: 社会保険診療報酬支払基金、国民健康保険中央会資料より野村作成

図表 39: 政府消費の実績と野村見通し



注: 実質、季節調整値。
出所: 内閣府、野村

以上を踏まえ、野村では、7-9月期の政府消費が前期比+0.6%と堅調を維持すると予想する(図表 39)。感染拡大に伴うコロナ関連費用の追加支出が嵩んだ場合には、野村想定から多少上振れするリスクがある点には注意が必要であろう(野村の予測値では、4-6月期からコロナ関連費用は横ばいとした)。

Go To トラベルは10-12月期に再開と見込むが不確実性は高い

10-12月期以降の政府消費には、更なる加速を予想している。これは、Go To トラベル事業が10月に再開されるとの従来想定を維持しているためだ。ただし、この見通しには大きな不確実性が伴っている点をご了解いただきたい。

足元の感染拡大には、変異株の一種であるデルタ株が寄与している。デルタ株は感染力が強いことが知られており、これまでの感染鎮静化パターンが通用するかが不透明である。仮に9月にかけて新規感染者数が減少に転じていくようであれば、10月1日からとは言わずとも、10-12月期のどこかでGo To トラベル事業が再開される可能性が残される。一方、従来と比べ新規感染者数の減少ペースが鈍い場合には、Go To トラベルの再開時期は後ずれすることになるだろう。8月中旬の時点ではこの点の判断が難しいことから、今回の経済見通しでは従来見通しを維持することとした。

Go To トラベル事業の再開には、感染状況に係る「ステージ2」相当への回帰が条件とされている。足元の感染状況からすると、「ステージ2」相当への到達は容易ではなかろう。しかし、ワクチン接種の進展により状況が大きく改善する可能性も残されている。現時点では、先行きに大きな不確実性があることを認識しつつ、従来の野村想定を据え置くこととしたい。

(10) インフレ率のモメンタム(勢い)は緩やかながら回復を維持

基準改定により、21年6月のコアインフレは前年比0.7%ptの下方改定

8月6日に総務省はCPI(消費者物価指数)の2020年基準改定に関して、20年1月分～21年6月分の遡及結果を公表した。直近21年6月の2020年基準でのコアCPI(生鮮食品を除く総合)インフレ率は前年同月比0.5%と、2015年基準の同+0.2%から、0.7%ptの

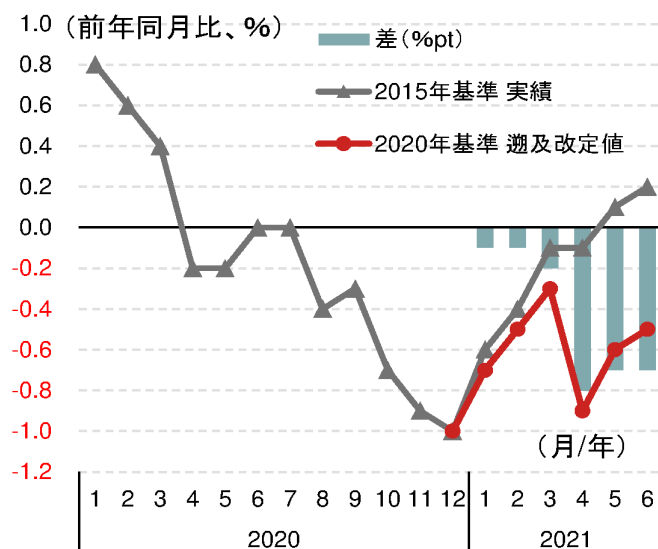
下方改定となった(図表 40)。

内訳を見ると、0.7%ptの下方改定のうち、携帯電話通信料による寄与が0.5%ptと大きい。4月に携帯電話通信料の大幅値下げが行われたことで、同項目は2015年基準でもコアインフレ率を0.6%pt押し下げていたが、2020年基準では押し下げ寄与が-1.1%ptに拡大した。2015年基準に比べてウェイトが大きくなったこと、指数値が2020年＝100に「リセット」されたこと、指数算出に用いるモデル式が改定されたことによるものである。特に最後の点については、同品目の変化率が前年同月比-38.5%と、2015年基準の同-27.9%より10%pt強下方修正されている(図表 41)。

携帯電話通信料値下げ前に当たる21年1～3月のコアインフレ率の下方改定幅は限定的であったが、携帯料金値下げの影響が続く21年7～12月も6月と同程度の押し下げの影響があると見込まれることから、2021暦年では0.6%pt程度の下方改定になると予想される。過去の基準改定時の下方改定幅は0.0%pt～0.6%ptであったが(図表 42)、2020年基準改定による2021暦年のコアインフレ率への下方改定幅は、これまでの基準改定のうち、最も影響が大きかった2010年基準への移行時(0.6%ptの下方改定)と同程度の規模になると見られる。

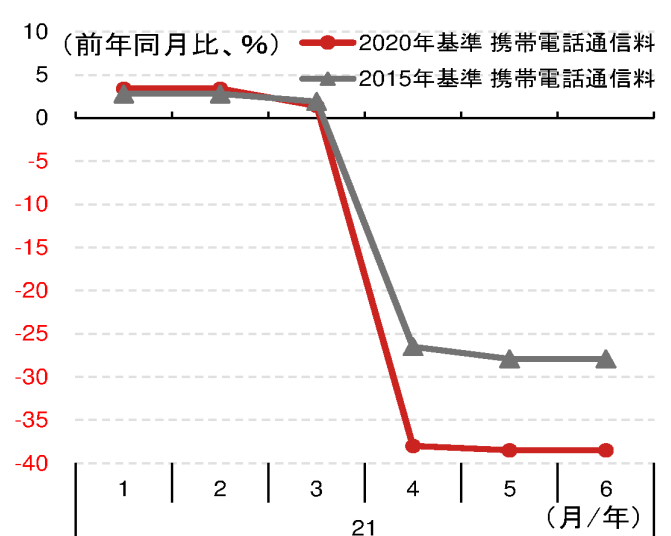
今回、改定幅が大きくなったが、これは携帯料金の値下げという特殊要因が重なった影響が大きく、先行き更なる値下げがないとすれば、22年4月には携帯電話通信料の前年同月比寄与度はゼロになると見込まれる。今回の基準改定によって、長期的な物価の基調に対する判断を変える必要はないだろう。

図表 40: コアCPIインフレ率の2020年基準遡及改定値および2015年基準実績との差



出所: 総務省資料より野村作成

図表 41: 携帯電話通信料



出所: 総務省資料より野村作成

図表 42: 「基準改定」がコアCPIに及ぼした影響

	%pt 新基準と旧基準の差	前年比 (%)	
		旧基準	新基準
85年基準→90年基準	0.0	2.9	2.9
90年基準→95年基準	-0.1	0.3	0.2
95年基準→00年基準	-0.2	-0.6	-0.8
00年基準→05年基準	-0.4	0.5	0.1
05年基準→10年基準	-0.6	-0.2	-0.8
10年基準→15年基準	0.0	-0.3	-0.3

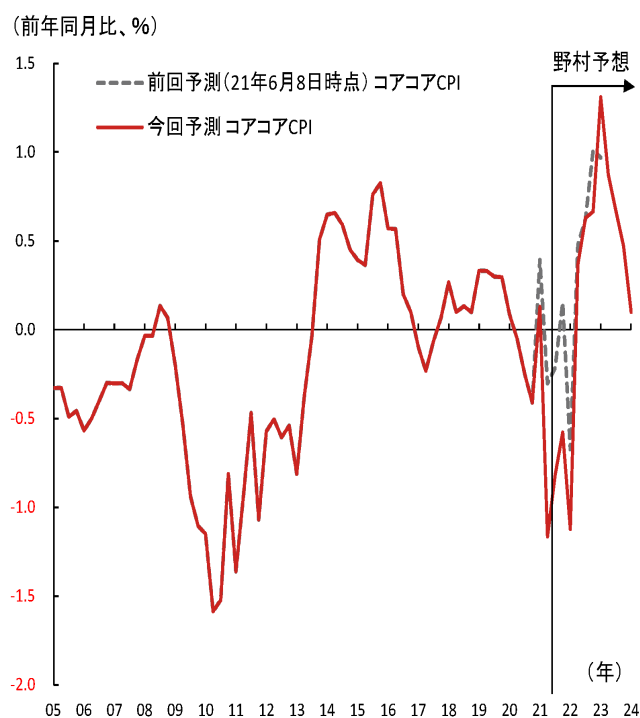
注: 新基準年の翌年の前年比を比較。例えば、「10年基準→15年基準」であれば、16年の前年比を比べている。

出所: 総務省資料より野村作成

21年度のコアCPIインフレ率見通しは基準改定を受けて大幅下方修正

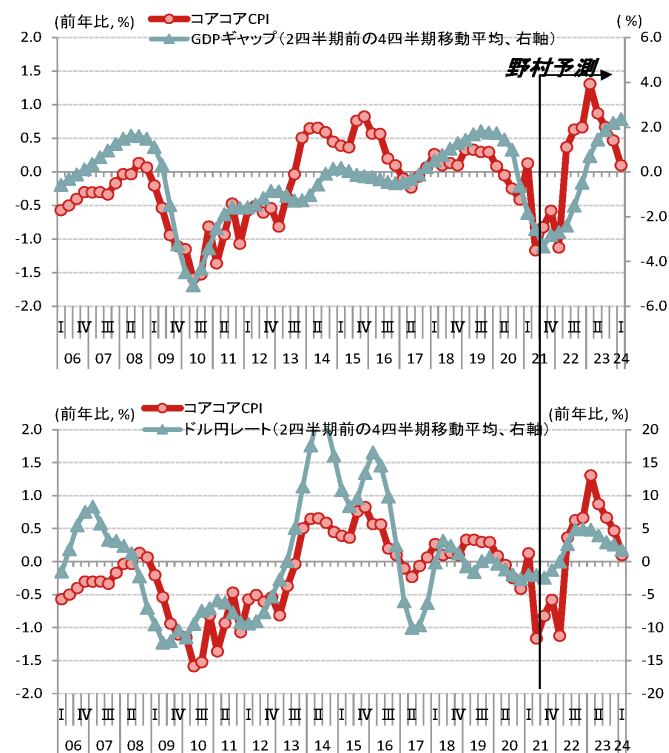
コアCPIのうち、食料(酒類を除く)とエネルギーを除くコアCPIインフレ率についての野村の想定は、2020年基準改定を受けた携帯電話通信料の寄与を主因に、21年度平均で0.8%pt程度の大幅な下方修正となる。ただし、携帯電話料金の更なる値下げがないとすれば、基準改定は22年4-6月期以降には大きく影響しない(図表 43)。22・23年度のコアCPIインフレ率は、後述するGo To トラベルキャンペーンの影響により一時的に急上昇する時期もあると見込まれるが、基本的には景気の改善に伴う需給ギャップの改善に沿って、緩やかながらも前年比プラスのモメンタム(勢い)が維持されると見込まれる(図表 44)。

図表 43: コアCPI見通し



出所: 総務省資料より野村作成

図表 44: GDPギャップ、ドル円レートとコアCPI



出所: 日本銀行、総務省資料より野村作成

原油市況高を反映したエネルギーによる押し上げ寄与が続こう

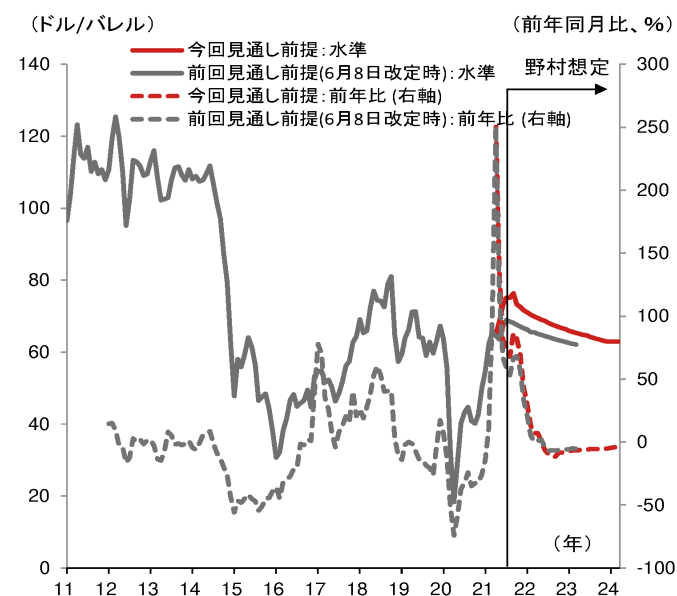
エネルギー価格も、先行きコアインフレ率が緩やかながらもモメンタム(勢い)が維持さ

れると見込む要因の一つである。先行き原油価格（北海ブレント）は、21年9月末に76.3ドル/バレルとピークをつけると想定しており、これは前回見通し改定時点（21年6月8日）のピークである21年7月末の68.9ドル/バレルから上方修正になっている（[図表 45](#)）。

原油価格は数カ月遅れてガソリン価格に反映され、さらに数カ月遅れる形で電気代や都市ガス代に反映される傾向がある。このことから、エネルギーは22年1～3月期までコアインフレ率の押し上げに明確に寄与すると予想される。その後は緩やかに前年同月比伸び率を縮小させていき、23年に入ってからと同前年比寄与度（%pt）はゼロ～小幅マイナス付近になると見込まれる（[図表 46](#)）。

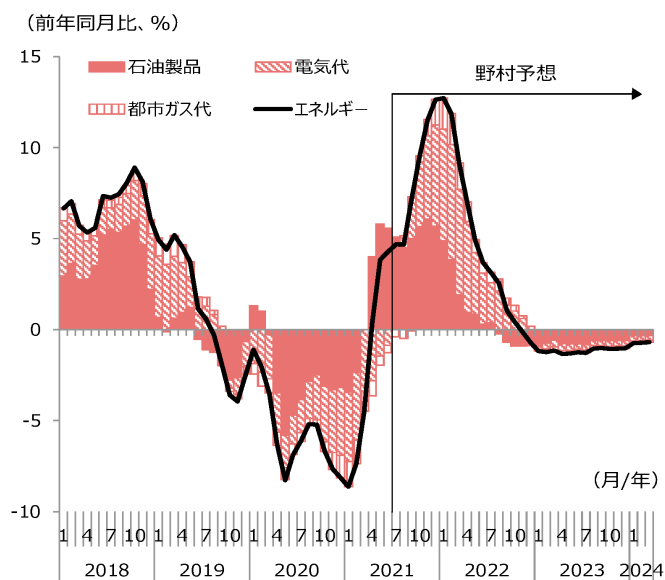
また、原油以外の商品市況高については、足元において急騰は止まったと見られるものの、高止まりの状態である（[図表 47](#)）。野村では、この商品市況高の消費者物価への影響については、5月18日時点の試算を維持し、21年末にかけて、コアコアCPIインフレ率を合計で0.3%pt程度で押し上げると見込んでいる。

図表 45: 北海ブレント原油価格の想定



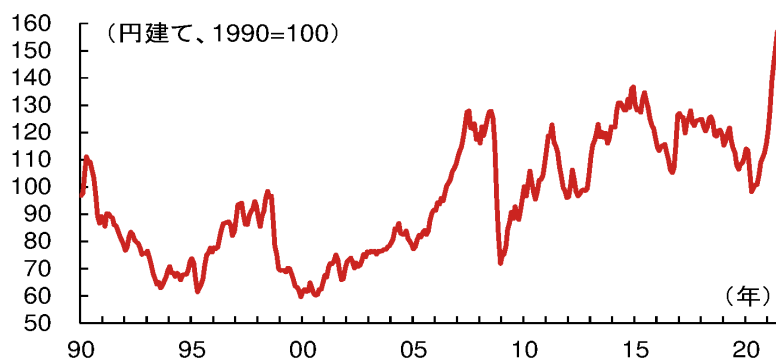
出所: ブルームバーグ、野村

図表 46: エネルギー品目の推移



出所: 総務省資料より野村作成

図表 47: cmdty BLS商品価格指数(円建て)



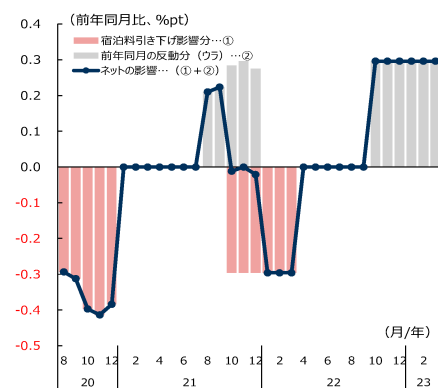
出所: Barchart、ブルームバーグより野村作成

Go To トラベルは21年10月～22年3月の期間、再実施を想定

現在、一時停止の措置が講じられているGo To トラベルキャンペーンは、再開されれば宿泊料の低下を通じてコアCPI(消費者物価指数:生鮮食品除く総合)インフレ率を押し下げる効果を持つと見られる。20年に実施されていた際は、実施エリアが限定されたことなどから月によって多少の違いはあるが、コアCPIインフレ率を前年比およそ0.4%pt押し下げる効果があった。しかし、2020年基準改定により、宿泊料のコアCPIに占めるウエイトが1.2%から0.8%へと小さくなったため、同影響も0.3%ptとやや縮小される見込みである(図表 48、図表 49、図表 50)。

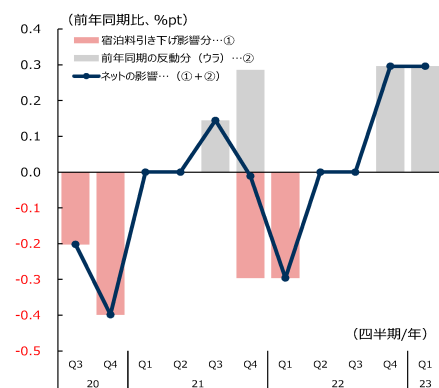
Go To トラベルキャンペーンの再開時期は今後の感染動向に大きく影響される点に注意したいが、野村では21年10月1日に再開、22年3月末に終了するとの想定を置いている。21年10～12月期は前年同期にも同キャンペーンが実施されていたことから、その反動(ウラ)による押し上げ寄与が見込まれ、コアCPIへの影響はほぼゼロになると予想される。一方で、22年1～3月期については影響がそのまま反映され、コアCPIインフレ率を0.3%pt押し下げると見込まれる。逆に、22年10～12月期、23年1～3月期には再開後のキャンペーンの反動(ウラ)による押し上げ寄与が見込まれる。

図表 48: Go To トラベルキャンペーンのコアCPIへの影響(月次)



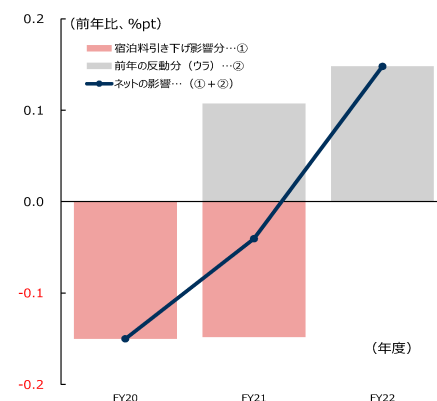
注: 21年10月分から再開した後、22年3月分まで延長されとの野村想定に基づく。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 49: Go To トラベルキャンペーンのコアCPIへの影響(四半期)



注: 21年10月分から再開した後、22年3月分まで延長されとの野村想定に基づく。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 50: Go To トラベルキャンペーンのコアCPIへの影響(年度)

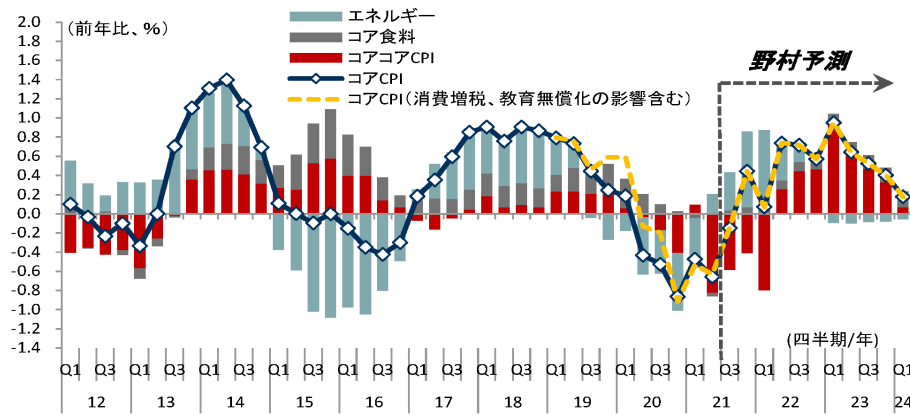


注: 21年10月分から再開した後、22年3月分まで延長されとの野村想定に基づく。
出所: 総務省資料より野村作成

インフレ率のモメンタム(勢い)は緩やかながら回復を維持

以上を総合し、21年度のコアインフレ率は、2020年基準改定の影響等により前年比-0.1%と、20年度の同-0.4%(2015年基準)から前年比マイナスを続けると予想する。22年度、23年度についてはそれぞれ同+0.7%、同+0.4%を見込んでおり、緩やかながらもインフレ率のモメンタム(勢い)の回復は維持されると予想する(図表 51)。

図表 51: コアCPIインフレ率の見通し



注: 1. コアCPIは生鮮食品を除く消費者物価指数。2014年4月、2019年10月の消費税率引き上げ及び、2019年10月からの幼児教育無償化、2020年4月からの高等教育無償化の影響を除く。2. 非耐久財は、総務省公表の「非耐久消費財」から「食料」「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」「灯油」「ガソリン」を除いたもの。ただし「酒類」は含まれている。

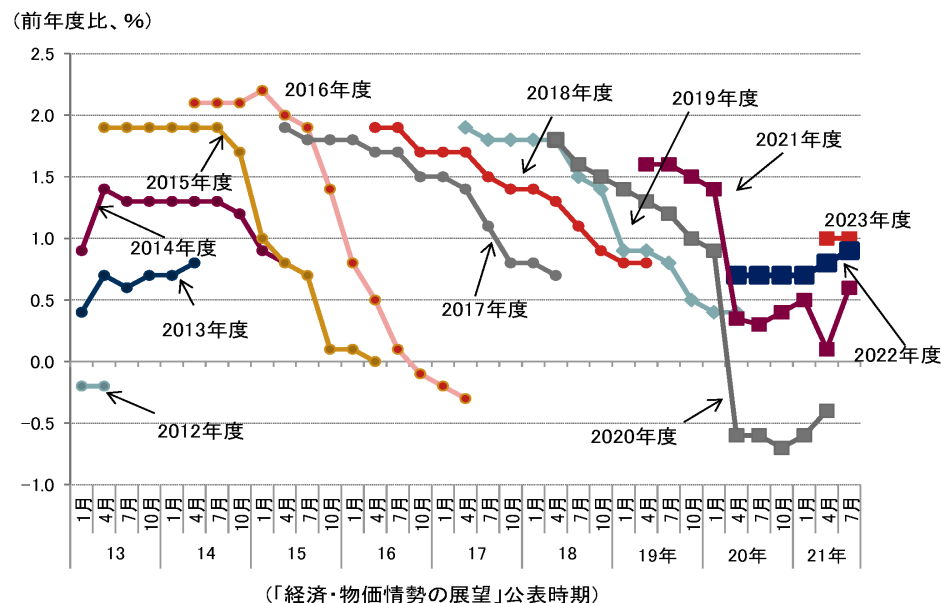
出所: 総務省資料より野村作成

(11) 現行金融緩和は長期化、気候変動対策では将来的な見直しの余地を確保

物価安定目標未達の長期化に対応した政策修正

前項で議論した野村の物価見通しに基づく、23年度までに2%の物価安定目標を達成することは困難となる。ただ、同様の見方は、日本銀行においても共有されているとみてよいだろう。「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で示された23年度のコア消費者物価上昇率の政策委員見通し中央値は、21年4月、同7月いずれも前年比+1.0%であった(同見通しは2015年基準指数に基づくもの。[図表 52](#)参照)。日銀は、物価安定目標未達の長期化を視野に、21年3月の金融政策決定会合にかけて「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検(以下、点検)」を行っており、同会合で決定・公表された政策修正によって、現行金融緩和長期化への必要な対応はひとまず完了しているとの位置づけだろう。コロナ禍からの経済活動再開に伴うインフレ率の回復が緩慢なものにとどまったとしても、それ自体が何らかの追加的な政策対応を促すものになるとは考えにくいだろう。

図表 52: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」における物価見通しの遷移



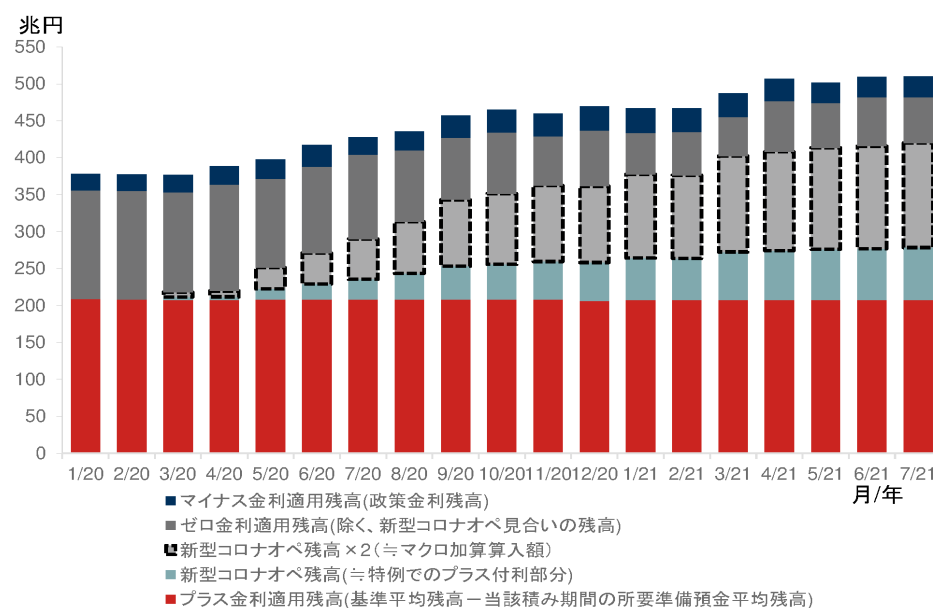
注: 19、20年度については、消費増税及び教育無償化の影響を除くベース

出所: 日本銀行資料より野村作成

コロナ禍対応の金融支援措置

日銀は、21年6月金融政策決定会合において、コロナ禍に対応した金融支援措置である「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の期限を22年3月末まで延長することを決定した。期限延長の理由として日銀は、企業の資金繰りに「感染症の影響からストレスのかかる状況が続くとみられる」ことを指摘していた。ただ、同プログラムのうち「新型コロナ対応金融支援特別オペ(以下、新型コロナオペ)」の増勢は鈍化しつつある(図表 53)。今後、感染状況が落ち着いても、対面型サービス産業を中心に、当面は資金繰りを支え続ける必要性は残存すると見込まれるが、マクロ的にみれば、コロナ禍対応の金融支援措置の打ち切りは許容される状態に近づきつつあると考えられる。

図表 53: 補完当座預金制度適用先の日銀当座預金残高



注: プラス付利の特例を受ける残高は、ゼロ金利適用残高として定義されていることに注意

出所: 日本銀行資料より野村作成

気候変動対応オペと貸出促進付利制度の実効性

現状、新型コロナオペは、貸出促進付利制度上、金融機関の日銀当座預金にプラス付利が行われるカテゴリ1または2の対象となっている。一方、7月金融政策決定会合で骨子が公表された「気候変動対応を支援するための資金供給(以下、気候変動対応オペ、とする)」は、付利金利ゼロ%のカテゴリ3の対象とされた。これ以外にも、気候変動対応オペは対象投融资の定義を金融機関の自身による開示に委ねている点、貸付期間が1年と短い点など、気候変動対策に向けた日銀の取り組みが消極的と批判されかねない側面を有している。

日銀には、物価の安定と金融システムの安定という一般的な中央銀行としての責務を踏まえ、気候変動が長期的には経済・金融の安定に影響を与えうるとしても、どこまで踏み込んだ対応を実施すべきかについて、判断に苦慮した形跡がうかがわれる。金融緩和の長期化に備えた持続性向上への取り組みの一環として「点検」の結果導入した貸出促進付利制度の実効性と、気候変動対応オペの関連についても、議論の対象となったものとみられる。

現段階では、中央銀行の本来的な責務とのバランスから、気候変動対応オペについては一歩引いたような取り組みを打ち出したかにみえるが、それは、今後内外において気候変動対策が前進していくにつれ、同オペの対象、制度設計を柔軟に見直していく余地を確保したということでもあろう。実際、黒田総裁は7月16日の定例記者会見において、「将来カテゴリを変更する可能性はないかと言われたら、あり得ると思います」と述べている。将来的な気候変動対応オペの拡充と連動して、貸出促進付利制度上、カテゴリ1、2の対象となる部分が創設される可能性はあると考えられよう。

経済見通し

(12) 日本経済見通し

図表 54: 四半期実質国内総支出・鉱工業生産・失業率

(単位: 2015年連鎖価格10億円)

	21年	22年				23年					
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出	286501.0	288933.6	290190.2	294928.2	299473.6	301892.0	303219.6	304205.4	304857.6	305338.0	305863.8
(前期比 %)	-1.0	0.8	0.4	1.6	1.5	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
(前年同期比 %)	-2.5	7.2	2.5	1.9	4.5	4.5	4.5	3.1	1.8	1.1	0.9
民間住宅投資	18798.9	19192.4	19805.5	19904.2	19913.9	19816.3	19719.6	19623.8	19529.0	19454.0	19379.5
(前期比 %)	0.9	2.1	3.2	0.5	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4
(前年同期比 %)	-4.3	-2.8	6.4	6.9	5.9	3.3	-0.4	-1.4	-1.9	-1.8	-1.7
民間企業設備投資	84811.6	86259.4	85828.9	89530.8	92274.6	95282.9	96969.9	98021.7	98762.3	99338.7	99849.2
(前期比 %)	-1.3	1.7	-0.5	4.3	3.1	3.3	1.8	1.1	0.8	0.6	0.5
(前年同期比 %)	-5.1	2.5	4.2	4.2	8.8	10.5	13.0	9.5	7.0	4.3	3.0
民間在庫投資	1421.4	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8	453.8
(前期比寄与度 %ポイント)	0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	114820.5	115377.4	116090.9	118071.7	118952.7	115083.7	114886.2	114579.6	114859.4	115144.9	115433.9
(前期比 %)	-1.7	0.5	0.6	1.7	0.7	-3.3	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3
(前年同期比 %)	3.4	3.4	1.2	1.1	3.6	-0.3	-1.0	-3.0	-3.4	0.1	0.5
公的固定資本投資	29175.9	28748.5	28665.8	28528.3	27976.0	28246.9	28559.7	28289.9	28116.1	28224.3	28343.5
(前期比 %)	-1.0	-1.5	-0.3	-0.5	-1.9	1.0	1.1	-0.9	-0.6	0.4	0.4
(前年同期比 %)	3.5	-1.2	-1.8	-3.2	-4.1	-1.7	-0.4	-0.8	0.5	-0.1	-0.8
公的在庫投資	11.0	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7
(前期比寄与度 %ポイント)	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	1392.6	-663.6	-1784.0	-12.4	1059.2	3943.8	5617.1	6726.6	7474.0	7780.4	8142.8
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.2	-0.3	-0.2	0.3	0.2	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出	100268.7	103220.2	104231.0	107401.7	109407.5	113183.3	115686.2	117593.5	119242.6	120315.8	121398.7
(前期比 %)	2.4	2.9	1.0	3.0	1.9	3.5	2.2	1.6	1.4	0.9	0.9
(前年同期比 %)	1.0	26.3	18.9	9.7	9.1	9.7	11.0	9.5	9.0	6.3	4.9
輸入	98876.1	103883.8	106015.1	107414.1	108348.3	109239.5	110069.1	110867.0	111768.7	112535.4	113255.8
(前期比 %)	4.0	5.1	2.1	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
(前年同期比 %)	-0.8	5.2	16.9	12.9	9.6	5.2	3.8	3.2	3.2	3.0	2.9
実質国内総生産	536937.8	538673.2	539584.8	551703.9	560372.3	564960.1	569641.9	572094.2	574225.4	575889.0	577605.2
(前期比 %)	-0.9	0.3	0.2	2.2	1.6	0.8	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3
(前期比年率)	-3.7	1.3	0.7	9.3	6.4	3.3	3.4	1.7	1.5	1.2	1.2
(前年同期比 %)	-1.3	7.5	2.4	1.8	4.4	4.9	5.6	3.7	2.5	1.9	1.4
GDPデフレーター	101.6	101.4	101.6	101.8	101.9	102.0	102.0	102.0	102.4	102.3	102.3
(前年同期比 %)	-0.1	-0.7	-0.6	0.1	0.3	0.6	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3
鉱工業生産 (2015年=100)	96.6	97.7	97.2	100.2	102.3	104.6	106.3	107.1	107.6	108.1	108.3
(前期比 %)	2.9	1.1	-0.5	3.1	2.2	2.2	1.6	0.8	0.5	0.4	0.3
(前年同期比 %)	-1.0	19.9	9.4	6.7	6.0	7.0	9.3	6.9	5.2	3.4	2.0
完全失業率 (%)	2.8	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。2. 2021年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。3. 四半期の額、指数、失業率は季節調整値。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作成

図表 55: 実質国内総支出・鉱工業生産・失業率 (年度・暦年)

(単位: 2015年連鎖価格10億円)

	19年度	20年度	21年度 (予)	22年度 (予)	23年度 (予)	19暦年	20暦年	21暦年 (予)	22暦年 (予)	23暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	299745.8 -1.0	282145.0 -5.9	293332.5 4.0	303483.6 3.5	306052.6 0.8	301862.2 -0.3	283973.4 -5.9	290102.0 2.2	302142.9 4.2	305544.4 1.1
民間住宅投資 (前年比 %)	20396.7 2.5	18932.2 -7.2	19713.2 4.1	19670.9 -0.2	19342.0 -1.7	20598.0 3.9	19139.6 -7.1	19437.5 1.6	19766.1 1.7	19415.3 -1.8
民間企業設備投資 (前年比 %)	90510.9 -0.6	84313.4 -6.8	88647.9 5.1	97352.2 9.8	100057.6 2.8	91051.9 0.1	85592.3 -6.0	86547.3 1.1	95526.1 10.4	99532.6 4.2
民間在庫投資 ＜前年比寄与度 %ポイント＞	2180.4 0.0	1263.7 -0.2	441.0 -0.2	441.0 0.0	441.0 0.0	2306.8 0.0	1518.7 -0.1	682.9 -0.2	441.0 0.0	441.0 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	110848.1 2.0	114492.2 3.3	117122.8 2.3	114846.1 -1.9	115576.6 0.6	110475.9 1.9	113529.9 2.8	116082.8 2.2	115876.3 -0.2	115284.1 -0.5
公的固定資本投資 (前年比 %)	28040.9 1.5	29225.7 4.2	28429.8 -2.7	28276.5 -0.5	27896.4 -1.3	27934.3 1.3	28942.6 3.6	28770.3 -0.6	28236.8 -1.9	28114.2 -0.4
公的在庫投資 ＜前年比寄与度 %ポイント＞	-9.8 0.0	-10.9 0.0	-8.6 0.0	-8.6 0.0	-8.6 0.0	-58.3 0.0	-5.0 0.0	-3.7 0.0	-8.6 0.0	-8.6 0.0
純輸出 ＜前年比寄与度 %ポイント＞	-198.8 -0.4	-3888.3 -0.6	-367.0 0.7	5929.2 1.2	8254.6 0.4	325.0 -0.4	-4331.9 -0.8	-291.3 0.8	4322.7 0.9	7927.9 0.6
輸出 (前年比 %)	102681.6 -2.2	91966.6 -10.4	106063.0 15.3	116421.3 9.8	121824.2 4.6	103927.4 -1.5	91720.8 -11.7	103778.2 13.1	113962.4 9.8	120812.9 6.0
輸入 (前年比 %)	102880.4 0.2	95854.9 -6.8	106430.0 11.0	110492.1 3.8	113569.6 2.8	103602.5 1.0	96052.7 -7.3	104069.5 8.3	109639.7 5.4	112885.1 3.0
実質国内総生産 (前年比 %)	551474.8 -0.5	526857.1 -4.5	547587.4 3.9	570162.1 4.1	577780.2 1.3	554377.3 0.0	528666.8 -4.6	541674.3 2.5	566666.6 4.6	576458.2 1.7
GDPデフレーター (前年比 %)	101.2 0.9	101.9 0.6	101.7 -0.2	102.1 0.4	102.3 0.2	101.0 0.6	101.9 0.9	101.6 -0.3	101.9 0.3	102.3 0.4
鉱工業生産 (2015年=100) (前年比 %)	99.9 -3.8	90.4 -9.5	99.4 9.9	106.4 7.1	108.4 1.9	101.1 -3.0	90.6 -10.4	97.9 8.1	105.1 7.3	108.1 2.9
完全失業率 (%)	2.3	2.9	2.7	2.3	2.1	2.4	2.8	2.8	2.4	2.1

注: 1. 別段の記載がない限り、2015 年連鎖価格10 億円単位。2. -0.0 の場合も0.0 と表示している。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 56: 名目国内総支出(季節調整系列、年率)・物価(四半期)

(単位: 10億円)

	21年			22年				23年			
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出	290734.0	292379.6	294466.8	299893.1	305030.7	307524.1	309579.0	310841.6	312947.5	312797.9	313720.1
(前期比 %)	-0.7	0.6	0.7	1.8	1.7	0.8	0.7	0.4	0.7	0.0	0.3
(前年同期比 %)	-2.9	6.7	2.4	2.4	4.9	5.2	5.1	3.7	2.6	1.7	1.3
民間住宅投資	19967.3	20752.4	21299.4	21470.9	21556.8	21421.6	21335.8	21233.1	21172.8	21050.5	20978.6
(前期比 %)	2.0	3.9	2.6	0.8	0.4	-0.6	-0.4	-0.5	-0.3	-0.6	-0.3
(前年同期比 %)	-3.9	0.5	8.5	9.7	8.0	3.2	0.2	-1.1	-1.8	-1.7	-1.7
民間企業設備投資	85856.7	87857.5	88022.9	91734.7	94455.8	97902.6	99056.8	99923.2	100911.0	101512.2	101950.6
(前期比 %)	-0.2	2.3	0.2	4.2	3.0	3.6	1.2	0.9	1.0	0.6	0.4
(前年同期比 %)	-5.2	4.0	6.2	6.6	10.0	11.4	12.5	8.9	6.8	3.7	2.9
民間在庫投資	1251.9	229.3	469.6	469.6	469.6	469.6	469.6	469.6	469.6	469.6	469.6
(前期比寄与度 %ポイント)	0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	115356.3	116427.1	117481.8	119763.2	120891.3	116999.9	117093.9	116907.0	117763.3	117843.4	118313.4
(前期比 %)	-1.0	0.9	0.9	1.9	0.9	-3.2	0.1	-0.2	0.7	0.1	0.4
(前年同期比 %)	3.1	4.0	2.0	2.8	4.8	0.5	-0.3	-2.4	-2.6	0.7	1.0
公的固定資本投資	30740.8	30601.5	30757.8	30643.3	30081.4	30547.8	30768.5	30475.3	30418.7	30600.6	30766.3
(前期比 %)	-0.2	-0.5	0.5	-0.4	-1.8	1.6	0.7	-1.0	-0.2	0.6	0.5
(前年同期比 %)	4.1	1.1	0.8	-0.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.5	1.1	0.2	0.0
公的在庫投資	41.6	4.5	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7	-8.7
(前期比寄与度 %ポイント)	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	1689.2	-2298.9	-4128.7	-2446.9	-1432.9	1166.2	2777.7	3780.7	4431.6	4657.9	4938.0
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.8	-0.7	-0.3	0.3	0.2	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
輸出	93571.4	99513.6	101447.0	104415.1	106219.8	109779.8	112059.5	113760.9	115179.0	116037.1	116901.6
(前期比 %)	4.5	6.4	1.9	2.9	1.7	3.4	2.1	1.5	1.2	0.7	0.7
(前年同期比 %)	1.9	36.0	26.0	16.6	13.5	10.3	10.5	9.0	8.4	5.7	4.3
輸入	91882.2	101812.5	105575.7	106862.0	107652.7	108613.6	109281.8	109980.1	110747.4	111379.2	111963.6
(前期比 %)	10.4	10.8	3.7	1.2	0.7	0.9	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
(前年同期比 %)	-1.9	20.5	33.0	28.4	17.2	6.7	3.5	2.9	2.9	2.5	2.5
名目国内総生産	545637.8	545953.0	548361.1	561519.4	571044.2	576023.1	581072.7	583621.9	588106.0	588923.5	591127.9
(前期比 %)	-1.0	0.1	0.4	2.4	1.7	0.9	0.9	0.4	0.8	0.1	0.4
(前期比年率)	-4.0	0.2	1.8	9.9	7.0	3.5	3.6	1.8	3.1	0.6	1.5
(前年同期比 %)	-1.4	6.7	1.8	1.8	4.8	5.3	6.1	3.8	3.2	2.2	1.7
国内企業物価(2015年=100)	101.5	104.0	102.9	103.4	103.9	103.7	103.7	103.7	103.8	103.7	103.6
(前期比 %)	1.5	2.5	-1.0	0.4	0.5	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0
(前年同期比 %)	-0.3	4.7	2.7	3.4	2.3	-0.3	0.8	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
消費者物価指数(総合)(2020年=100)	99.9	99.4	99.7	100.0	100.2	100.2	100.5	100.6	101.1	100.9	101.0
(前期比)	0.5	-0.5	0.3	0.2	0.2	0.0	0.3	0.1	0.6	-0.2	0.1
(前年同期比)	-0.5	-0.7	-0.4	0.5	0.2	0.9	0.7	0.6	1.0	0.7	0.5
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)	100.1	99.3	99.9	100.1	100.4	100.1	100.6	100.7	101.3	100.8	101.1
(2020年=100) (前期比 %)	0.6	-0.8	0.5	0.2	0.3	-0.2	0.4	0.1	0.6	-0.5	0.3
(前年同期比 %)	-0.5	-0.6	-0.2	0.4	0.1	0.7	0.7	0.6	1.0	0.6	0.5

注: 1. 別段の記載がない限り、10 億円単位。2. -0.0 の場合も0.0 と表示している。3. 2021年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。4. 四半期の額、指数は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 57: 名目国内総支出・物価(年度・暦年)

(単位: 10億円)

	19年度	20年度	21年度 (予)	22年度 (予)	23年度 (予)	19暦年	20暦年	21暦年 (予)	22暦年 (予)	23暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	304242.6 -0.3	286273.8 -5.9	297870.8 4.1	310137.3 4.1	313972.3 1.2	305651.6 0.2	288413.2 -5.6	294327.1 2.1	308175.0 4.7	313323.8 1.7
民間住宅投資 (前年比 %)	21381.7 4.1	19940.9 -6.7	21278.7 6.7	21289.6 0.1	20935.2 -1.7	21461.8 5.1	20142.0 -6.1	20886.0 3.7	21384.5 2.4	21020.1 -1.7
民間企業設備投資 (前年比 %)	91550.1 -0.2	84875.0 -7.3	90708.5 6.9	99534.9 9.7	102089.3 2.6	91983.1 0.6	86208.9 -6.3	88293.2 2.4	97721.7 10.7	101594.1 4.0
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	2105.0 0.0	821.6 -0.2	417.3 -0.1	477.4 0.0	477.4 0.0	2171.9 0.0	1116.5 -0.2	612.9 -0.1	477.4 0.0	477.4 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	111718.4 2.4	114683.9 2.7	118579.2 3.4	117138.6 -1.2	118457.4 1.1	111270.6 2.2	113871.6 2.3	117270.0 3.0	117878.5 0.5	118100.8 0.2
公的固定資本投資 (前年比 %)	29258.5 3.1	30609.6 4.6	30499.1 -0.4	30539.6 0.1	30309.3 -0.8	28989.5 2.8	30264.5 4.4	30686.3 1.4	30443.8 -0.8	30489.4 0.1
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-5.5 0.0	12.2 0.0	-1.5 0.0	-1.5 0.0	-1.5 0.0	-51.7 0.0	9.6 0.0	1.8 0.0	-1.5 0.0	-1.5 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	-1937.7 -0.2	-456.8 0.3	-2553.3 -0.4	3064.0 1.0	5048.6 0.3	-1614.5 -0.3	-1328.7 0.1	-1804.0 -0.1	1587.6 0.6	4799.5 0.6
輸出 (前年比 %)	95728.9 -5.4	84258.5 -12.0	102904.8 22.1	112692.0 9.5	117223.0 4.0	97431.1 -4.4	83829.1 -14.0	99734.5 19.0	110446.4 10.7	116426.7 5.4
輸入 (前年比 %)	97666.6 -4.2	84715.4 -13.3	105458.1 24.5	109628.0 4.0	112174.4 2.3	99045.6 -2.7	85157.8 -14.0	101538.5 19.2	108858.8 7.2	111627.2 2.5
名目国内総生産 (前年比 %)	558313.2 0.3	536760.3 -3.9	556798.9 3.7	582179.8 4.6	591287.9 1.6	559862.3 0.7	538697.4 -3.8	550273.4 2.1	577666.8 5.0	589803.7 2.1
国内企業物価(2015年=100) (前年比 %)	101.6 0.1	100.2 -1.4	103.5 3.3	103.7 0.2	103.6 -0.1	101.5 0.2	100.3 -1.2	102.9 2.6	103.8 0.8	103.7 -0.1
消費者物価指数(総合)(2020年=100) (前年比 %)	100.2 0.6	99.9 -0.3	99.8 -0.1	100.5 0.8	101.0 0.5	100.0 0.5	100.0 0.0	99.7 -0.3	100.3 0.6	100.9 0.6
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2020年=100) (前年比 %)	100.3 0.6	99.9 -0.5	99.8 -0.1	100.5 0.7	101.0 0.4	100.2 0.6	100.0 -0.2	99.8 -0.2	100.3 0.5	100.9 0.6

注: 1. 別段の記載がない限り、10 億円単位。2. -0.0 の場合も0.0 と表示している。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 58: 国際収支

(単位: 億円)

	2021年				2022年				2023年			
	1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)
[原系列]												
経常収支	62,609	42,066	53,832	34,775	59,141	47,398	74,606	53,315	77,300	56,649	80,084	57,025
貿易・サービス収支	8,399	-6,166	-721	33	3,604	5,107	17,737	16,541	20,185	13,230	22,537	19,348
貿易収支	13,742	9,401	5,522	6,497	5,523	13,352	20,400	19,954	19,478	19,954	24,338	22,338
輸出	190,770	201,461	199,706	217,987	208,872	209,351	217,328	232,746	223,263	217,598	223,784	238,791
(前年比)	(5.4%)	(43.9%)	(22.3%)	(15.0%)	(9.5%)	(3.9%)	(8.8%)	(6.8%)	(6.9%)	(3.9%)	(3.0%)	(2.6%)
輸入	177,028	192,060	194,185	211,490	203,349	196,000	196,928	212,792	203,785	197,643	199,446	216,453
(前年比)	(0.5%)	(24.3%)	(30.6%)	(28.7%)	(14.9%)	(2.1%)	(1.4%)	(0.6%)	(0.2%)	(0.8%)	(1.3%)	(1.7%)
サービス収支	-5,342	-15,567	-6,243	-6,464	-1,918	-8,245	-2,663	-3,413	707	-6,725	-1,800	-2,989
第一次所得収支	61,330	53,076	59,360	38,471	60,479	44,947	61,225	40,051	61,608	46,076	61,903	40,954
第二次所得収支	-7,120	-4,845	-4,807	-3,728	-4,943	-2,656	-4,356	-3,277	-4,492	-2,656	-4,356	-3,277
資本移転等収支	-960	-353	-557	-554	-606	-517	-559	-559	-560	-549	-557	-556
金融収支	50,964	18,240	53,275	34,222	58,535	46,880	74,048	52,756	76,740	56,100	79,527	56,469
(うち外貨準備)	8,246	3,084	3,459	3,824	3,310	2,608	3,442	3,996	3,389	3,432	3,429	3,372
誤差脱漏	-10,685	-23,473	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	51,136	51,983	38,110	42,739	45,674	52,919	57,305	59,985	61,585	62,600	63,293	64,234
貿易・サービス収支	5,563	-1,758	-7,826	-3,708	-1,224	5,118	9,053	11,507	13,107	13,670	14,364	14,853
貿易収支	14,366	9,769	2,345	6,591	6,199	13,857	17,335	19,424	20,211	20,687	21,272	21,703
輸出	191,524	208,401	201,815	207,828	209,698	216,563	219,623	221,899	224,145	225,094	226,148	227,662
(前期比)	(6.0%)	(8.8%)	(-3.2%)	(3.0%)	(0.9%)	(3.3%)	(1.4%)	(1.0%)	(1.0%)	(0.4%)	(0.5%)	(0.7%)
輸入	177,158	198,632	199,471	201,237	203,499	202,706	202,288	202,475	203,935	204,406	204,875	205,959
(前期比)	(13.3%)	(12.1%)	(0.4%)	(0.9%)	(1.1%)	(-0.4%)	(-0.2%)	(0.1%)	(0.7%)	(0.2%)	(0.2%)	(0.5%)
サービス収支	-8,803	-11,527	-7,035	-6,050	-5,379	-4,205	-3,455	-2,999	-2,754	-2,685	-2,592	-2,575
第一次所得収支	51,944	59,674	50,131	50,642	51,093	51,545	51,996	52,222	52,222	52,674	52,674	53,125
第二次所得収支	-6,372	-5,933	-4,195	-4,195	-4,195	-3,744	-3,744	-3,744	-3,744	-3,744	-3,744	-3,744

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度 (予)	2022年度 (予)	2023年度 (予)	2018暦年	2019暦年	2020暦年	2021暦年 (予)	2022暦年 (予)	2023暦年 (予)
経常収支	193,980	189,273	182,533	189,814	252,620	273,059	195,047	192,732	175,347	193,282	234,460	271,059
(ドル建て: 億ドル)	1,754	1,743	1,727	1,708	2,205	2,374	1,773	1,768	1,645	1,773	2,058	2,357
(対名目GDP比)	(3.5%)	(3.4%)	(3.4%)	(3.4%)	(4.3%)	(4.6%)	(3.5%)	(3.5%)	(3.3%)	(3.5%)	(4.1%)	(4.6%)
貿易・サービス収支	-6,515	-12,332	2,381	-3,251	59,571	76,398	1,052	-9,318	-7,250	1,544	42,990	75,300
貿易収支	5,658	4,839	39,017	26,942	73,184	86,960	11,264	1,503	30,106	35,161	59,228	86,108
輸出	802,487	747,478	683,507	828,026	882,688	908,340	812,263	757,751	673,701	809,924	868,297	903,436
(前年比)	(2.5%)	(-6.9%)	(-8.6%)	(21.1%)	(6.6%)	(2.9%)	(5.1%)	(-6.7%)	(-11.1%)	(20.2%)	(7.2%)	(4.0%)
輸入	796,829	742,640	644,490	801,084	809,505	821,380	800,998	756,250	643,595	774,763	809,069	817,328
(前年比)	(8.1%)	(-6.8%)	(-13.2%)	(24.3%)	(1.1%)	(1.5%)	(10.7%)	(-5.6%)	(-14.9%)	(20.4%)	(4.4%)	(1.0%)
サービス収支	-12,172	-17,172	-36,635	-30,193	-13,613	-10,563	-10,213	-10,821	-37,356	-33,616	-16,238	-10,807
第一次所得収支	217,847	216,409	207,723	211,385	207,831	211,443	214,026	215,750	208,091	212,236	206,702	210,540
第二次所得収支	-17,352	-14,804	-27,569	-18,322	-14,782	-14,782	-20,031	-13,700	-25,492	-20,500	-15,233	-14,782
資本移転等収支	-1,648	-4,374	-2,091	-2,070	-2,195	-2,217	-2,105	-4,131	-1,842	-2,424	-2,241	-2,222
金融収支	216,356	207,987	155,130	164,271	250,424	270,842	201,361	248,843	153,955	156,700	232,219	268,837
(うち外貨準備)	33,461	20,771	12,804	13,677	13,435	13,615	26,628	28,039	11,979	18,613	13,356	13,622
誤差脱漏	24,025	23,089	-25,312	-23,473	0	0	8,420	60,243	-19,550	-34,158	0	0

注: 1. 年度及び暦年の係数は、四半期の値の積み上げ値。2. 2021年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。2. ドル建ての計数はドル円レートでの四半期別期中平均を用いて換算した参考値。

出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 59: 一般会計

(単位: 兆円)										
年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (推)	2021 (予)	2022 (予)	2023 (予)
一般会計歳出規模	98.8	98.2	97.5	98.1	99.0	101.4	175.7	116.6	106.7	108.2
[歳出]										
一般歳出	59.5	59.0	60.1	60.0	60.4	63.0	136.4	76.9	66.0	66.5
社会保障関係費	30.2	31.4	32.2	32.5	32.6	33.5	44.2	35.8	36.8	37.3
公共事業関係費	7.3	6.4	6.7	6.9	6.9	7.6	9.3	9.1	9.0	9.0
防衛関係費	5.1	5.1	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	5.3	5.5	5.5
地方交付税交付金	17.0	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	16.0	15.6	15.6	15.6
地方特例交付金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4
国債費	22.2	22.5	22.1	22.5	22.5	22.3	23.0	23.8	24.8	25.8
国債費比率(%)	22.5	22.9	22.6	23.0	22.8	22.0	13.1	20.4	23.2	23.8
[歳入]										
一般会計歳入	104.7	102.2	102.8	103.6	105.7	109.2	175.7	116.6	106.7	108.2
租税及印紙収入	54.0	56.3	55.5	58.8	60.4	58.4	60.8	63.1	66.3	67.4
所得税	16.8	17.8	17.6	18.9	19.9	19.2	19.2	19.4	21.1	21.8
法人税	11.0	10.8	10.3	12.0	12.3	10.8	11.2	12.2	12.7	12.9
消費税	16.0	17.4	17.2	17.5	17.7	18.4	21.0	22.0	22.9	23.2
その他税収等	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	10.1	9.4	9.6	9.5	9.5
税外収入等 (特別会計余剰金・積立の取り崩し含む)	12.2	11.0	9.3	11.3	10.9	14.1	6.8	5.6	5.6	5.6
国債発行額	38.5	34.9	38.0	33.6	34.4	36.6	106.9	47.9	34.9	35.3
国債依存度(%)	36.8	34.2	37.0	32.4	32.5	33.5	60.8	41.1	32.7	32.6
対GDP比(%)	7.4	6.5	7.0	6.0	6.2	6.6	19.9	8.6	6.0	6.0
(名目GDP、兆円)	523.4	540.7	544.8	555.7	556.4	558.3	536.8	557.5	583.1	592.2
財政投融资計画	16.2	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	64.3	40.9	—	—
地方財政計画	83.4	85.3	85.8	86.6	86.9	89.6	90.7	89.8	—	—

注: 1. 一般会計は2019年度まで実績。2. 予測では剰余金の発生を見込んでいない。3. 財政投融资計画及び地方財政計画は当初計画。

出所: 財務省資料より野村作成

図表 60: 部門別資金過不足

(単位: 兆円)

年度	2014	15	16	17	18	19	20(推)	21(予)	22(予)	23(予)
家計 (GDP比 %)	0.9 (0.2)	3.7 (0.7)	7.2 (1.3)	5.8 (1.0)	8.8 (1.6)	14.6 (2.6)	32.4 (6.0)	18.1 (3.3)	11.0 (1.9)	9.7 (1.6)
非金融法人企業 (GDP比 %)	26.4 (5.0)	31.4 (5.8)	28.9 (5.3)	25.3 (4.6)	15.6 (2.8)	12.0 (2.1)	66.6 (12.4)	29.5 (5.3)	26.9 (4.6)	30.6 (5.2)
一般政府 (GDP比 %)	-26.8 (-5.1)	-19.3 (-3.6)	-18.9 (-3.5)	-16.3 (-2.9)	-13.1 (-2.4)	-17.1 (-3.1)	-87.3 (-16.3)	-35.4 (-6.4)	-19.4 (-3.3)	-19.7 (-3.3)
海外 (GDP比 %)	-8.4 (-1.6)	-17.6 (-3.3)	-21.4 (-3.9)	-22.1 (-4.0)	-19.4 (-3.5)	-19.7 (-3.5)	-19.0 (-3.5)	-19.8 (-3.5)	-26.0 (-4.5)	-28.1 (-4.7)
金融機関 (GDP比 %)	5.8 (1.1)	1.7 (0.3)	1.6 (0.3)	3.8 (0.7)	5.7 (1.0)	6.5 (1.2)	7.5 (1.4)	7.5 (1.3)	7.5 (1.3)	7.5 (1.3)

注: 1. -は資金不足を示す。2. 国民経済計算ベース。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 61: マネーストック

(単位: %)

	2020 10-12月	2021 1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	2022 1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	2023 1-3月 (予)	4-6月 (予)
マネーストック (M2)	9.1	9.5	7.6	4.1	3.4	3.3	2.1	2.1	2.0	1.8	1.2
実質マネーストック (M2)	8.9	9.6	8.4	4.6	3.4	3.0	1.5	1.7	1.8	1.3	0.9
マーシャルのk	1.78	1.80	1.79	1.78	1.75	1.74	1.74	1.72	1.72	1.72	1.72

注: 1. マネーストック(M2)は平残ベース、前年同期比伸び率。2. 実質マネーストック(M2)、GDP デフレーターベース、前年同期比伸び率。3. マーシャルのk=M2/名目総需要(名目GDP+名目財・サービス輸入)

出所: 日本銀行資料より野村作成

(13) 世界経済見通し

図表 62: 世界経済見通し要約

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
全世界	-3.2	6.2	4.5	2.2	3.3	2.8			
先進国	-5.0	5.3	4.1	0.7	2.9	2.0			
新興国	-1.7	6.9	4.9	3.4	3.5	3.4			
米州	-4.2	6.0	4.0	1.7	4.5	2.8			
米国	-3.4	6.0	4.4	1.2	4.3	2.5	0.125	0.125	0.125
カナダ	-5.3	6.2	4.1	0.7	2.8	2.3			
ラテンアメリカ	-6.3	5.9	2.8	3.1	5.4	3.7			
ブラジル	-4.1	5.1	2.2	3.2	6.7	4.2			
チリ	-5.8	8.1	3.0	3.1	3.6	3.3			
コロンビア	-6.8	6.0	3.8	2.5	3.0	3.2			
メキシコ	-8.2	5.8	3.0	3.4	5.2	3.6			
ペルー	-11.1	9.9	4.1	1.8	2.6	2.4			
アジア・太平洋地域	-1.3	6.9	5.4	2.5	2.0	2.6			
日本	-4.6	2.5	4.6	0.0	-0.3	0.6	-0.10	-0.10	-0.10
豪州	-2.4	4.0	3.0	0.8	2.5	2.1	0.10	0.10	0.10
ニュージーランド(NZ)	-1.2	5.4	3.1	1.7	2.8	2.2	0.25	0.75	1.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	-0.9	7.6	5.5	2.9	2.3	2.8			
中国	2.3	8.2	5.1	2.5	1.3	2.2	2.20	2.20	2.20
香港	-6.1	6.8	3.2	0.3	2.0	1.8	0.50	0.50	0.50
インド	-7.0	9.8	7.7	6.6	5.3	5.4	4.00	4.00	4.75
インドネシア	-2.1	3.2	5.5	2.0	1.6	2.5	3.75	3.50	4.00
マレーシア	-5.6	4.4	7.7	-1.1	2.3	1.4	1.75	1.75	2.25
フィリピン	-9.6	5.4	8.7	2.6	4.2	3.3	2.00	2.00	2.50
シンガポール	-5.4	7.5	4.6	-0.2	2.0	1.2	0.19	0.42	0.50
韓国	-0.9	3.6	2.0	0.5	1.7	1.5	0.50	1.00	1.25
台湾	3.1	6.4	2.6	-0.2	1.6	1.6	1.125	1.125	1.125
タイ	-6.1	1.5	4.1	-0.8	1.5	1.0	0.50	0.25	0.25
欧州先進国	-7.0	5.1	3.7	0.4	2.3	1.7			
ユーロ圏	-6.5	4.8	3.5	0.3	2.3	1.5	-0.50	-0.50	-0.50
フランス	-8.0	6.2	3.2	0.5	1.9	1.4	-0.50	-0.50	-0.50
ドイツ	-5.1	3.0	3.7	0.4	3.0	1.9	-0.50	-0.50	-0.50
イタリア	-8.9	6.1	3.3	-0.1	1.7	1.4	-0.50	-0.50	-0.50
スペイン	-10.8	6.3	4.7	-0.3	2.3	1.3	-0.50	-0.50	-0.50
英国	-9.8	6.6	4.6	0.9	2.4	2.9	0.10	0.10	0.10
その他新興国(EEMEA)	-2.3	4.6	3.4	5.4	7.6	5.9			
チェコ	-5.7	3.6	4.5	3.2	2.7	2.3			
ハンガリー	-4.8	5.9	5.0	3.3	4.1	3.3			
ポーランド	-2.7	4.8	5.0	3.4	4.1	3.5			
ルーマニア	-3.7	6.4	4.7	2.6	3.5	3.0			
南アフリカ	-7.0	4.5	2.3	3.3	4.4	4.5			
トルコ	1.6	6.0	3.7	12.3	16.2	12.5			
ロシア	-3.0	3.5	2.5	3.4	5.8	4.2			
イスラエル	-2.4	4.8	4.1	-0.6	1.0	1.1			

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83%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を基に、21年69.4ドル/バレル、22年68.5ドル/バレルと想定。3. ユーロ圏各国の消費者物価指数はHICP。4. 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(0.00~0.25%)の中心値。中国の政策金利は7日物リバースレポレート。インドネシアの政策金利は7日物リバースレポレート。シンガポールは、政策金利の代わりに3ヶ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。ユーロ圏の政策金利は中銀預金金利。5. カナダ、ラテンアメリカ、その他新興国はBloombergの予測、その他は野村の予想。6. 2021年8月16日現在。

出所: 国際通貨基金(IMF)、ブルームバーグ、野村

米国経済：経済活動再開の勢い一巡後に注目

経済活動再開に伴うひっ迫の圧力はピークを過ぎたようだ。連邦準備制度理事会（FRB）が慎重な緩和政策の解除へと動くなか、2021年後半には、成長率とインフレ率は低下し始めよう。

景気動向

月次の経済データは、経済活動再開に伴うボトルネックが経済活動にもたらす圧力がピークを過ぎたことを示唆しており、一方で経済活動の正常化は進み（特にサービス消費）、政府の財政支援策は引き続き経済活動を支えるだろう。野村では21年後半には成長が鈍化するものの、潜在成長率を大幅に上回る成長が続くとみている。製造業、サービス業、労働市場における供給制約が引き続き景気回復のペースを抑制しているが、供給側の制約は徐々に解消され、雇用を押し上げるとともにインフレ圧力を弱めるだろう。経済活動の正常化と政策の不確実性の後退が、企業設備投資を支えようが、民間構造物への投資は軟調な推移が続くだろう。住宅投資については繰延需要が一巡する上、金利上昇と住宅価格上昇によってアフォーダビリティ（取得容易度）が低下するため、鈍化する可能性が高い。政府支出は新型コロナ対策の実施やインフラ支出により、高水準での推移を続ける可能性が高い。野村では、旺盛な内需が輸入の伸びを押し上げるため、経済成長に対する純輸出のマイナス寄与が拡大するとみている。更に、20～21年における前例のない大規模財政支援の反動で、22～23年には財政の足かせ（前年比で財政支出が先細る影響）が予想される。

物価動向

予想以上に速い経済活動の再開、財政支援、そしてサプライチェーンの制約により、21年通年ではインフレの加速が予想される。しかし、財政支援による押し上げが弱まり、供給能力が需要に追いつくのに伴って、特にインフレ期待が十分に安定しているなか、前月比でみたインフレ率は低下する可能性が高い。野村では賃料関連インフレの回復が弱く、インフレのボトルネック解消には22年まで待つ必要があるとみているため、コア個人消費支出（PCE）デフレーターが持続的に前年比＋2％に達するのは23年以降と考えている。

政策動向

FRBは政策金利の誘導目標を23年4～6月の利上げ開始まで実行下限に据え置き、その後は2.00～2.25％に達するまで半年ごとに利上げを行うと予想する。また、資産購入は22年1月から徐々に縮小されよう。今後数ヶ月において、資産購入漸減（テーパリング）開始に向けた市場とのコミュニケーションを増やし、12月に正式に発表するとみられる。財政政策では、1.9兆ドル規模の米国救済計画（ARP）の成立に続き、年内にこう10年間で3兆ドル規模のインフラ支出と1兆ドル規模の増税を盛り込んだインフラ関連法案が成立すると見込んでいる。また超党派インフラ法案と民主党単独での予算調整手続きによるインフラ法案とを併用する戦略が成功する公算が高まっている。

リスク要因

コロナ変異ウイルスの拡大と供給の制約は、短期的な見通しへのリスクといえる。民主党は議会で僅差の過半数議席を確保したにとどまることから、インフラ関連法案が我々の予想よりも小規模なものになり、成立も遅れる可能性がある。とはいえ、余剰貯蓄の取り崩しによって目先の消費活動が予想以上に力強いものとなる可能性もある。インフレ率の高まりによってインフレ期待が固定（安定）されなくなれば、FRBは金融緩和からの脱却を加速させる可能性がある。

図表 63: 米国経済見通し要約表

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2021年	2022年	2023年
実質GDP(前期比年率)	6.3	6.5	6.2	4.9	4.8	3.9	2.1	1.6	1.9	1.9	1.9	2.0	6.0	4.4	2.0
(前期比)	1.5	1.6	1.5	1.2	1.2	1.0	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5			
個人消費(前期比年率)	11.4	11.8	2.9	4.2	4.8	2.6	1.2	1.0	1.5	1.7	2.0	2.2	8.1	3.8	1.6
非住宅固定投資(前期比年率)	12.9	8.0	6.5	7.5	6.9	6.1	4.4	2.4	1.4	0.9	0.6	0.4	8.1	6.3	2.0
住宅投資(前期比年率)	13.3	-9.8	-1.0	3.9	-0.7	0.1	-2.1	-2.5	-2.5	-1.8	-0.9	-0.1	10.7	-0.6	-1.8
政府支出(前期比年率)	4.2	-1.5	0.5	0.1	7.0	6.4	5.8	5.3	4.7	4.3	3.9	3.6	0.7	4.0	4.8
輸出(前期比年率)	-2.9	6.0	4.6	5.4	4.3	8.9	6.2	6.2	6.2	5.3	4.3	3.4	4.5	5.9	5.8
輸入(前期比年率)	9.3	7.8	7.5	7.0	8.1	7.8	6.3	4.4	3.5	3.6	3.7	4.0	13.8	7.3	4.4
GDPへの寄与度(%ポイント)															
最終需要	8.9	7.6	2.3	3.6	4.6	3.5	2.0	1.9	2.2	2.1	2.1	2.0	6.0	3.6	2.1
純輸出	-1.6	-0.4	-0.6	-0.4	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	-0.2	-1.4	-0.5	0.1
在庫投資	-2.6	-1.1	3.9	1.3	0.2	0.4	0.0	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.8	-0.2
失業率(%)	6.2	5.9	5.0	4.4	4.0	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	5.4	3.7	3.5
非農業部門雇用者数(千人)	518	607	864	517	450	357	248	148	103	112	117	120	627	301	113
住宅着工件数															
(季節調整済み年率、千戸)	1599	1568	1539	1532	1497	1472	1451	1440	1427	1391	1360	1345	1559	1465	1381
消費者物価(前年比)	1.9	4.8	5.3	5.2	4.6	2.6	1.5	1.6	1.9	2.3	2.4	2.4	4.3	2.5	2.2
コア消費者物価	1.4	3.7	4.1	4.1	4.2	2.4	1.6	1.8	2.2	2.6	2.7	2.8	3.4	2.5	2.6
個人消費支出(PCE)デフレーター(前年比)	1.8	3.8	4.2	4.2	3.5	2.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0	3.5	2.1	1.9
コアPCEデフレーター	1.7	3.4	3.5	3.6	3.2	2.1	1.5	1.6	1.9	2.1	2.2	2.2	3.1	2.1	2.1
連邦財政収支(対GDP比%)													-13.4	-5.2	-3.9
経常収支(対GDP比%)													-3.6	-3.7	-3.4
FRB証券ポートフォリオ															
保有高(兆ドル)	7.13	7.51	7.80	8.16	8.53	8.81	8.88	8.90	8.90	8.90	8.90	8.90	8.16	8.90	8.90
フェデラルファンド(FF)金利															
誘導目標中央値(%)	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.375	0.375	0.625	0.125	0.125	0.625
2年物財務省証券利回り(%)	0.16	0.25	0.21	0.21	0.26	0.32	0.43	0.53	0.71	0.84	0.96	1.09	0.21	0.53	1.09
5年物財務省証券利回り(%)	0.92	0.87	0.82	0.85	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35	1.50	1.60	1.70	0.85	1.25	1.70
10年物財務省証券利回り(%)	1.74	1.45	1.50	1.70	1.70	1.65	1.65	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85	1.70	1.65	1.85

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率の期間平均。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。3. 住宅着工件数は期間平均。4. 財政収支は年度(前年10月～9月)。5. 金利、FRBの証券ポートフォリオ残高は期末値。政策金利は、フェデラルファンド(FF)金利誘導目標の中央値。6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2021年8月13日現在。

出所: 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、野村

ユーロ圏経済: ECBのハト派姿勢は変わらず

ユーロ圏のインフレ率は2021年10-12月期に前年同期比+3.4%に達するものの、その後は低下しよう。我々は、欧州中央銀行(ECB)が12月に資産購入プログラム(APP)を拡大するとみているが、パンデミック対応緊急資産購入プログラム(PEPP)を延長する可能性もある。

景気動向

景況サーベイ(聞き取り調査)によると、今夏のサービス活動は力強い回復を見せている。その結果、7-9月期の実質GDP成長率も力強い成長(前期比+2.4%)が見込まれる。4-6月期の鉱工業部門はサプライチェーンの混乱のために低迷が続いた。7月の景況調査はサプライチェーン混乱の影響が今後、緩和される可能性があることを示唆しているが、これが転機となるかはまだわからない。デルタ変異株はユーロ圏の成長見通しに対するリスクを表しているが、ユーロ圏経済の回復を阻害することはないと考えている。実際、人々の移動量に関するデータに今のところ減少の兆しはみられず、人口の大部分がワクチン接種を終えている現在、各国政府は新たな制限を実施することに消極的である。欧州でのワクチンパスポートの導入(義務付け)は、若年層のワクチン接種率を高める可能性が高い。

物価動向

野村は先日、21年と22年のインフレ率(HICP上昇率)の見通しを上方修正した。21年に入ってからこれまで、ユーロ圏のインフレ率は一連の要因によって押し上げられてきた。例えば、投入財価格の上昇、供給途絶による基幹産業財価格の上昇、政府の政策、比較対象となる前年の物価水準の影響、そして最後に、5月末にユーロ圏で行動規制が解除されるとほぼ同時に実現した需要の増加などである。我々は、インフレ率が22年末に前年比+1%まで低下し、予測期間の終わりを大幅に過ぎてもECBの目標を下回った状態が続くと予想している。

政策動向

ECBは7月の政策理事会でフォワードガイダンスを変更し、1年後および2年後のインフレ見通しが+2%に収れんし、基調的なインフレ率が政策目標に向けて大幅な改善を示すまでは、政策金利が現行水準以下にとどまることを示唆した。ECBの指針に対するこのような変更は、他の条件が等しければ、野村の予想期間内における利下げの可能性を高める要因と考えられる。しかしながら、我々は、ECBが野村の予想期間を大幅に過ぎるまで政策金利を据え置く一方、22年3月または4月にPEPPを終了し、21年12月にAPPの購入ペースを月額200億ユーロから同400億ユーロに引き上げることを発表するとの見方を維持する。

リスク要因

現時点で我々は、PEPPのエンベロープ(購入枠)拡大の可能性は排除できないと考えている。パンデミックはユーロ圏のインフレに引き続き明らかな影響を及ぼしており、ECBのインフレ見通しはコロナ前の予想水準(予想期間の終わりの時点で前年比+1.7%)を下回っている。新型コロナウイルス変異株によるリスクと、中期的インフレ見通しがECBのコロナ前の予想を下回っていることを考慮すると、ECBは野村の基本シナリオに反して、おそらくは21年12月にPEPP購入枠を拡大する可能性もある。

図表 64: ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年
実質GDP (前期比%)	-3.6	-11.4	12.4	-0.6	-0.3	2.0	2.4	0.3	0.7	0.6	0.5	0.5	-6.5	4.8	3.5
個人消費	-4.4	-12.6	14.1	-2.9	-2.2	2.8	3.5	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5	-8.0	2.8	4.2
総固定資本形成	-4.6	-19.3	13.0	2.6	0.1	1.2	1.0	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6	-7.3	4.7	2.5
政府消費	0.0	-2.6	5.3	0.5	-0.2	1.0	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	1.4	3.2	1.7
輸出(財・サービス)	-3.6	-18.5	16.6	3.9	0.6	2.0	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	-9.4	9.3	4.2
輸入(財・サービス)	-2.9	-20.0	11.6	4.9	0.1	2.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	-9.1	6.5	3.8
GDPへの寄与度(%ポイント)															
国内最終需要	-3.5	-11.7	11.4	-0.9	-1.2	1.9	2.1	0.3	0.6	0.5	0.5	0.4	-5.7	3.2	3.1
在庫投資	0.2	-0.1	-1.4	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.4	0.4	0.1
純輸出	-0.4	0.3	2.6	-0.2	0.3	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.4	1.6	0.4
実質GDP(水準、19年Q4=100)	96.4	85.4	96.0	95.4	95.1	97.0	99.4	99.7	100.4	101.0	101.5	102.0	93.3	97.8	101.2
失業率(%)	7.3	7.6	8.5	8.2	8.2	7.9	8.2	8.8	9.4	9.2	9.0	8.7	7.9	8.3	9.1
雇用者報酬(一人当たり)	0.5	-4.7	0.7	0.9	1.9	7.9	1.9	2.0	2.2	1.8	1.8	1.8	-0.7	3.4	1.9
労働生産性	-3.6	-11.8	-2.0	-2.8	0.5	11.6	2.2	3.4	3.9	2.9	1.2	1.3	-5.0	4.4	2.3
単位労働コスト	4.1	7.1	2.6	3.7	1.4	-3.7	-0.4	-1.4	-1.7	-1.1	0.6	0.5	4.4	-1.0	-0.4
消費者物価(HICP)(前年比)	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.8	2.7	3.4	2.1	1.8	1.0	1.0	0.3	2.3	1.5
コアHICP上昇率	1.1	0.9	0.6	0.2	1.2	0.9	1.4	2.1	1.2	1.4	0.9	1.0	0.7	1.4	1.1
ECB主要リファイナンス金利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中銀預金金利	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
3ヶ月物EURIBOR金利	-0.36	-0.42	-0.50	-0.55	-0.54	-0.54	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55
10年物ドイツ国債利回り	-0.47	-0.45	-0.52	-0.57	-0.29	-0.21	-0.45	-0.40	-0.30	-0.25	-0.20	-0.15	-0.57	-0.40	-0.15
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	1.10	1.12	1.17	1.22	1.17	1.19	1.18	1.22	1.23	1.24	1.25	1.26	1.22	1.22	1.26

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率で、四半期平均。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. 在庫投資は統計誤差を含む。5. 2021年8月6日現在。

出所: 欧州連合(EU)統計局、欧州中央銀行(ECB)、欧州連合統計局、ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、野村

英国経済：利上げから間もなく中銀資産縮小へ

イングランド銀行(BOE：中央銀行)はバランスシート縮小に着手する政策金利の基準を0.50%に引き下げた。我々は、政策金利が0.50%に達するのは2023年8月とみている。

景気動向

21年4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋5%近い伸びになるとみている(8月12日公表)。その場合、GDPはコロナ禍前のピークまであと約4.5%という水準に回復することを意味し、過去の景気後退期の同様の段階で見られたGDPの水準に近くなる。言うまでもなく、新型コロナウイルスの感染拡大という外因性ショックは、今般の推移を「通常の」景気後退局面とは異なるものになっている。小売売上は好調に推移し(英国人の海外旅行が制限され、国内で休暇を過ごす結果、消費が増える)、家計部門全体はかなりの貯蓄超過となっており、そのうちの少なからぬ割合(10%)が今後3年間に消費支出に回るとBOEは推定している。BOEは、GDPの水準が21年10－12月期までにピーク水準に戻ると確信しているようだが、ピークまでの最後の数パーセントポイントを取り戻すことが回復の最も難しい部分であるとの我々の見方は変わらず、GDPがピークに戻るのは22年4－6月期になるとみている。

物価動向

6月のCPI上昇率の上振れ、10月からの家庭用エネルギー料金の2ケタの値上げの発表、並びに企業景況調査における川上部門の物価上昇圧力を踏まえ、野村では目先のインフレ予想を大幅に引き上げ、21年10－12月期に前年比＋4%でピークをつけると予想する。この予想変更が(BOEが容認しないであろう基調的なインフレの恒久的な上昇というよりは)、1回限りの大幅な価格上昇を反映しているという意味で、インフレは22年末にかけて同程度の急低下を示すと考えられる。22年10－12月期のインフレ率が政策目標の＋2%に戻ると予想しているのはこのためである。

政策動向

我々はもともと、適切な時期(23年初め)が来れば、BOEは利上げ開始と量的引き締めを同時に開始するだろうと考えていた。しかし、8月の金融政策委員会(MPC)で、量的引き締め開始の基準となるバンクレートを(1.50%から)0.50%に引き下げた。よって、資産縮小開始前に0.40%ポイントの利上げが必要となる。野村では、利上げ開始のタイミングに関する予想(23年2月に0.15%ポイント、同年8月に0.25%ポイント)は変更しないが、BOEの修正を踏まえ、量的引き締めは23年8月のMPC会合で発表され、23年9月7日償還の英国債(210億ポンド)からロールオフ(満期償還による縮小)を見込む。

リスク要因

人々の移動量が引き続き底堅く推移していることから、GDP見通しに対するリスクは上向きである。インフレ見通しについては、上下リスクのバランスがより均衡しており、我々は、短期的なインフレの上昇がより持続するリスクがあるのと同程度、遅れて供給が増加することで中期的なインフレを押し下げる可能性があるとのBOEの最近の指摘に同意する。野村の金融政策見通しに対するリスクは、(23年前半の予想に対して)22年後半への利上げ開始時期の前倒しと考える。

図表 65: 英国経済見通し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年
実質GDP (前期比)	-2.8	-19.5	16.9	1.3	-1.6	4.8	2.2	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	-9.8	6.6	4.6
実質GDP(19年Q4=100)	96.9	78.2	91.4	92.3	91.0	95.6	97.7	98.7	99.4	100.0	100.5	101.1	89.7	95.7	100.3
民間消費(前期比)	-2.7	-20.9	19.2	-1.6	-4.4	5.0	2.4	1.7	1.4	0.8	0.6	0.6	-10.9	2.2	6.2
総固定資本形成(前期比)	-1.2	-20.7	19.0	4.4	-1.7	4.5	2.0	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7	-8.8	9.0	5.2
政府消費(前期比)	-1.8	-17.3	15.8	6.7	1.5	2.5	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-6.5	12.0	3.0
輸出(財・サービス)(前期比)	-15.1	-10.0	-0.5	5.5	-5.9	4.0	2.5	1.5	1.0	0.9	0.8	0.7	-16.4	-0.4	5.7
輸入(財・サービス)(前期比)	-7.2	-21.5	14.8	11.2	-13.5	4.2	3.0	2.5	2.0	1.4	0.8	0.7	-17.8	-1.0	8.2
在庫投資(寄与度、%ポイント)	0.1	-0.7	0.5	1.4	-0.8	0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.8	-0.1
純輸出(寄与度、%ポイント)	-2.7	3.5	-4.4	-1.7	2.6	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.7	0.2	-0.7
失業率(%)	4.0	4.1	4.8	5.1	4.8	4.7	4.6	5.0	5.2	5.3	5.2	5.0	4.5	4.8	5.2
週平均賃金(前年比)	2.5	-1.4	1.4	4.6	4.4	8.6	4.8	2.2	2.6	2.2	2.4	2.4	1.8	5.0	2.4
消費者物価(CPI)上昇率(前年比)	1.7	0.6	0.6	0.5	0.6	2.1	2.8	4.0	4.0	3.3	2.4	2.0	0.9	2.4	2.9
コアCPI上昇率(前年比)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.8	2.5	3.3	3.3	2.8	1.9	1.7	1.4	2.2	2.4
政策金利(バンクレート、期末値)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
資産購入プログラム(十億ポンド)	458	633	695	745	794	828	856	895	895	895	895	895	745	895	895
3ヶ月物銀行間金利(%)	0.60	0.14	0.06	0.03	0.09	0.08	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.25	0.03	0.10	0.25
10年物国債利回り	0.36	0.17	0.23	0.20	0.85	0.72	0.85	0.90	0.95	1.00	1.10	1.20	0.20	0.90	1.20
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.89	0.91	0.91	0.89	0.85	0.86	0.85	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81	0.89	0.83	0.81
ポンド対ドル相場(ドル)	1.24	1.24	1.29	1.37	1.38	1.38	1.39	1.47	1.49	1.51	1.53	1.56	1.37	1.47	1.56
ポンド(貿易加重平均)	77.5	75.8	77.1	78.5	81.9	81.9	82.6	85.4	85.7	86.8	87.1	88.4	78.5	85.4	88.4

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. 太字は実績値、その他は野村予想。5. 2021年8月6日現在。

出所: 英国統計局、イングランド銀行(BOE)、ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、野村

中国経済：年後半は景気が顕著に減速へ

新型コロナウイルスのデルタ変異株の感染拡大により向こう数ヶ月間は経済成長の顕著な減速が見込まれる。政府は「範囲を限定した引き締め＋全体的な緩和」という政策の組み合わせを維持するだろう。

景気動向

7月下旬以降のデルタ変異株の感染急拡大によって、中国は従来より大幅に厳格な封鎖措置の再導入を余儀なくされ、これが特にサービスセクターの成長率に深刻な打撃を及ぼしている。新たな感染の波が生じたのは、洪水や台風といった自然災害に見舞われた直後で、不動産部門と環境負荷の高い産業に対する引き締めの成長への影響が出てきた時期であり、タイミングも悪かった。これらを勘案し、7-9月期および10-12月期の前年同期比成長率の予想を、順に+6.4%、+5.3%から同+5.1%、+4.4%に下方修正し、21年通年の成長見通しを前年比+8.9%から同+8.2%に引き下げる。さらに、不動産関連の引き締め措置がもたらす悪影響や、政府による「ゼロ・コロナ」ポリシーに明確な出口戦略がないことを考慮し、22年の成長率見通しを同+5.3%から同+5.1%にやや下方修正した。

物価動向

6月の生産者物価(PPI)上昇率は5月の前年同月比+9.0%から同+8.8%に小幅に低下したが、7月には同+9.0%にやや加速した。PPI上昇率の高止まりが続いているのは、政府が環境負荷の高い産業の生産抑制姿勢を変更せず、供給サイドの制約が生じている結果である。原材料価格の安定化を背景に8月にはPPIインフレは同+8.6%にやや減速するものの数ヶ月間は同+8.0%台を維持し、年末にかけて同+7.0%前後に低下すると見込む。消費者物価(CPI)上昇率は、7月は前年同月の水準の高さから6月の同1.1%から同1.0%に小幅に減速したが、PPIインフレ上昇の波及によって、ほとんど上昇基調に戻ろう。

政策動向

野村では、政府が、特に不動産部門と環境負荷の高い産業など、少数の部門に「範囲を限定した引き締め」を、他の経済分野、特にハイテク製造業などに対する「全般的な緩和」によって補うという政策の組み合わせを継続すると予想している。7月中旬には預金準備率が引き下げられたが、預金準備率の一律引き下げが再び実施される公算は小さく、中国人民銀行(PBC: 中央銀行)は金融市場の過熱を招くリスクを避けるため目立たない政策手段を通じて流動性を供給するとみる。政策金利は少なくとも年内は据え置かれ、信用の伸びは年後半に若干上向くとみる。また向こう数ヶ月間においては政府が財政支出と債券発行を加速させると見込む。

リスク要因

上振れリスクとしては、主要先進国の景気より速やかな回復、そして中国で野村予想以上に追加緩和が打ち出されることが挙げられる。他方、下振れリスクには、中国における新型コロナの新たな深刻な感染拡大とより厳格な封鎖措置が打ち出されること、商品価格の急騰、債務不履行の急増、米中間の対立再激化、不動産市場の調整が挙げられる。

図表 66: 中国経済見通し要約表

(注記のない限り前年比%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年
実質GDP成長率(前期比%)	0.4	1.3	0.3	2.1	1.2	1.2	1.2	1.2			
実質GDP成長率	18.3	7.9	5.1	4.4	5.0	4.9	5.8	4.9	2.3	8.2	5.1
GDPへの寄与度(%ポイント)											
最終消費支出	9.8	6.1							-0.5	5.0	3.1
総固定資本形成	4.1	1.0							2.2	2.2	2.0
純輸出(財・サービス)	4.4	0.8							0.6	1.0	0.0
消費者物価(CPI)上昇率	0.0	1.1	1.3	2.8	2.6	2.5	2.0	1.6	2.5	1.3	2.2
コアCPI上昇率	0.0	0.8	1.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	0.8	0.9	1.5
生産者物価(PPI)上昇率	2.1	8.2	8.5	7.8	4.5	1.1	0.1	0.7	-1.8	6.7	1.6
小売売上高(名目)	33.9	14.1	2.1	5.4	7.6	6.7	13.3	5.9	-3.9	12.3	8.2
固定資産投資(名目、年初来)	25.6	12.6	10.0	8.1	8.8	6.8	6.0	5.1	2.9	8.1	5.1
鉱工業生産(実質)	24.5	9.0	5.0	3.0	4.2	5.0	4.8	4.7	2.8	9.7	4.7
輸出(米ドル建て)	48.9	30.7	15.0	0.0	-2.2	-1.3	2.7	8.7	3.6	20.5	2.1
輸入(米ドル建て)	28.7	43.3	27.4	24.7	13.4	8.3	8.4	9.2	-0.7	30.5	9.7
貿易収支(10億米ドル)	112.4	139.2	107.1	65.6	16.7	72.6	69.2	67.7	525.0	424.2	226.2
経常収支(対GDP比%)	1.8	1.2	0.8	-0.1	-1.5	-0.4	-0.3	-0.3	1.8	0.8	-0.6
財政収支(公式、対GDP比%)									-6.2	-4.7	-4.4
財政収支(広義、対GDP比%)									-10.7	-7.8	-7.0
銀行貸出残高(元建て)	12.6	12.3	12.4	12.6	12.6	12.5	12.4	12.4	12.8	12.6	12.4
社会融資総量残高	12.3	11.0	11.1	11.3	11.3	11.2	11.1	11.1	13.3	11.3	11.1
マネーサプライM2	9.4	8.6	8.7	8.7	8.7	8.6	8.5	8.5	10.1	8.7	8.5
1年物中期貸出ファシリティ金利(%)	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95
7日物リバースレポレート(%)	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
預金準備率(大手銀行、%)	12.5	12.5	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.5	12.0	12.0
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.56	6.46	6.50	6.43	6.36	6.33	6.35	6.36	6.54	6.43	6.36

注: 1. 公式の財政収支は中央政府・地方政府の一般会計。広義の財政赤字は、中央・地方の特別債、国有鉄道・政策銀行、地方政府調達機関を含む、連結ベース。財政年度は1月～12月。2. 為替レートはオンショア市場のスポットレート、期末値。金利も期末値。3. 太字は実績値、その他は野村予想。4. 2021年8月9日現在。

出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、中国商務部、WINDデータベース、野村

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、(a)日本の野村證券(「NSC」)、(b)ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH(「NFPE」)、(c)英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、(d)米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、(e)香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、(f)韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr>>>でご覧いただけます)、(g)シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、(h)オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、(i)マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd. (「NSM」)、(j)台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、(k)インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・アンド・セキュリティーズ(インディア) プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: 91 22 4037 4037、ファックス: 91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): INZ000255633、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH00001014)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の個人名の横に記載された「ベルダーナ」は、「PT ベルダーナ セキュリタス インドネシア(「ベルダーナ」)に雇用された従業員が、リサーチ・パートナーシップアグリーメントに基づき、NIHK に対してリサーチ・アシスタントのサービスを提供することを示しています。ベルダーナと当該個人はいずれもインドネシア国外でのライセンスを有していません。野村東方国際証券有限公司(「NOI」)は、野村ホールディングス株式会社、東方国際(集団)有限公司並びに上海黄浦投資控股(集団)有限公司の出資する合弁会社ですが、野村グループの定義には含まれておりません。リサーチ・レポートの表紙において NOI の横に明記されている個人は、NOI に雇用されており、NIHK に対して、両社が締結しているリサーチ・パートナーシップ・アグリーメントに基づいたリサーチ・アシスタント・サービスを提供していることを示しており、NOI と当該個人のいずれも中国本土以外でのライセンスを有していません。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の公正性、正確性、完全性、適格性、信頼性、適切性、または部分的な目的に適合する、あるいは商業的に実行可能であることを明示的あるいは暗黙の、保証または提示もしくは約束するものではありません。また、法令・諸規則により許容可能な最大限の範囲において、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の確認は法令・諸規則により許容可能な最大限の範囲まで免除されます。野村グループは本資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるものの利用、誤用あるいは配布から生じるいかなる損失に対して一切の責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは、いかなる義務も明示的に否定するものではなく、本資料を更新もしくは改定する義務を負うものではありません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供しておりません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員および関連会社は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料には、第三者から入手した情報が記載されている場合がありますが、スタンダード&プアーズ(S&P)などの格付け機関による格付けだけではありません。野村グループは、本資料もしくはそれに関連して生じる第三者から取得した情報に関して、同一性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、または部分的な目的への適合性に係るすべての表明、保証、または約束を明示的に一切負わないものとし、また、本資料に含まれている、またはそれに関連して生じる、直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、損失(逸失利益や機会費用を含む)に関する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負うものではありません。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の公正性、正確性、完全性、適格性、適時性あるいは利用可能性を、明示的あるいは暗黙の保証をしておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用もしくは誤用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、商品適格性、または部分的な目的への適合性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の重複、複製、再配信、再配布あるいは使用は、金融商品と指数の作成においては、いかなる目的であっても、その全部または一部を含んでの利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報

の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるもののすべての部分について、独創性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、特定の目的に対する適性に関する表明、保証または約束を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの公正性、正確性、完全性、適格性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスおよび事業の見通しに関する期待、予想、示唆が含まれている場合、係る予想は将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定 of 簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義する"ベンチマーク"としての"使用"を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて: アナリストによるトレード推奨については、以下の 2 通りに分類されます: 戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう 3 ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう 6 ヶ月から 12 ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。

本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipic により英国において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipic は、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipic はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH (「NFPE」)により欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NFPE は、フランクフルト/メイン裁判所の商業登記簿に登録された商業登記番号 HRB110223 であるドイツ法下の有限責任会社として組織された会社であり、ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。

本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、香港で適用される規制における「プロの投資家」に該当する投資家のみを対象としており、そのような目的で「プロの投資家」でない人には再配布できません。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は、証券先物法(第 110 条)及びその他で定義される免除フィナンシャルアドバイザーである NSL により配布されており、シンガポール通貨庁により規制されております。NSL は、金融アドバイザー規制の規則 32C に基づく取り決めに従って海外の関係会社により発行された本資料を配布することができます。本資料の受領者が、証券先物法(第 289 条)で定義されている認定、専門的もしくは機関投資家でない場合、NSL はそのような受領者に対しては本資料の内容について、法律によって要求される範囲においてのみ法的責任を負うものとします。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は、一般的な流通のために作成されたものであり、特定の投資目的、金融の状況又は特定の者の特定の必要性を考慮したものではありません。受領者は、別途の契約に基づいて、投資の適切性についてフィナンシャルアドバイザーからの助言を、妥当なものであるとして受けることを含め、証券購入の決定をする前に、自身の特定の投資目的、金融の状況又は特定の必要性を考慮する必要があります。

本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者、UAE の「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者、あるいは

カタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

インドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合、本資料はインドネシア国内での配布、インドネシア共和国域内での流通やインドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への流通、もしくはインドネシアの法人や居住者への提供はできません。本資料に言及されている証券のインドネシア国内における募集もしくは販売、インドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への募集もしくは販売、あるいはインドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合におけるインドネシアの法人、居住者への販売もしくは売却は行われない場合があります。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料は、野村グループ若しくはその子会社・関連会社(以下総称して「オフショア会社」)が作成したものであり、銘柄のリサーチ提供について中華人民共和国(「中国」(この資料では、香港、マカオ、台湾を除く))からライセンスを受けていません。本リサーチ・レポートは中国国内での配布を承認されていない、もしくは配布を意図されていません。中国 A 株に関連する分析(もしあれば)は、中国に居住もしくは所在する者を対象に作成されたものではありません。利用者は、投資判断を行うに当たり、本リサーチ・レポートに含まれる如何なる情報にも依拠してはいけません。また、オフショア会社はこれに関して責任を負いません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製、撮影、再生成、または重複することあるいは(ii)再配信、再発行、再配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウイルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered/index.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、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 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は、2,860 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(換金時手数料)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。商品ごと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。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,860 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF・ETN は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買入の場合には加え、売入の場合には差し引いた額)に対し最大 1.045%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合は最大 7,810 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,860 円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.10%(税込み)(4,400 円に満たない場合は 4,400 円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額 $\times 0.79685$ 、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額 $\times 0.79685$)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。物価連動国債の価格は、市場の金利水準の変化や全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、2023年以降に償還するもの(第17回償以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.5%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.5%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れている場合があります、取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れている必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とには差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があります、取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに11,000円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、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

野村グループは法令順守に関する方針および手続き(利益相反、チャイニーズ・ウォール、守秘義務に関する方針を含むがそれに限定されない)やチャイニーズ・ウォールの維持・管理、社員教育を通じてリサーチ資料の作成に関わる相反を管理しています。

本資料で推奨されたトレードについて、その構築に用いられた手法や数理解析モデルに関する追加情報が必要な場合は、表紙に記載された野村のアナリストにお問い合わせください。ディスクロージャー情報については下記のサイトをご参照ください。

<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>

Copyright © 2021 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.