

2021～22 年度の経済見通し

-足踏みするコロナ禍からの実体経済の回復-

目 次

日本経済：足踏みするコロナ禍からの実体経済の回復

- (1) 総括
- (2) 経済活動再開の「カギ」となるワクチン
- (3) 輸出は、目先の半導体不足の影響に注意を要するが、先行きの増加余地は大きい
- (4) 半導体不足の影響は従来想定より小さく、鉱工業生産は順調に回復しよう
- (5) 21 年前半の設備投資回復は鈍いが、その後回復ペース高まると予想
- (6) 雇用・所得環境は安定、ワクチン接種進展による経済活動水準の上昇にあわせて回復本格化へ
- (7) 個人消費の回復本格化は 21 年度後半

- (8) 1-3 月期の住宅着工は前期比大きめの増加だが、先行きの増加ペースは緩やか
- (9) 政府消費は再加速、公共投資はピークアウトへ
- (10) 21 年度のコアインフレ率見通しを上方修正
- (11) 政策「点検」後も現行金融政策は維持
- (12) 日本経済見通し
- (13) 世界経済見通し

米国経済：成長回復ペースは上限に達したか

ユーロ圏経済：ECB は資産購入ペースを判断へ

英国経済：GDP は回復するも利上げ観測は早計

中国経済：緩やかな政策正常化が進もう

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、新井 真、伊藤 勇輝

要約と結論

1. 5 月 18 日公表の 21 年 1-3 月期 GDP（国内総生産）1 次速報値を踏まえ、2021～22 年度の経済見通しを改定した。21、22 年度の実質 GDP 成長率の野村予測値は、それぞれ前年度比+4.5%、+3.9%である。21 年度実質成長率見通しの下方修正は、3 回目の緊急事態宣言が発出されるなど、新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）の影響による経済活動の下押しが継続していることに加え、ワクチン接種が現時点では本格的に進捗していないことを踏まえたものである。
2. 21 年度実質成長率下方修正に最も大きく影響するのは実質個人消費の回復の遅れである。3 回目の緊急事態宣言など感染再拡大の影響で 21 年 4-6 月期は、1-3 月期に続き前期比マイナスを予想する。ワクチン接種進捗の遅れを踏まえ、接種を希望する一般国民全体への概ねの接種完了時期も、21 年度末にずれ込むことを前提とした。足元の感染再燃やワクチン接種遅延を受け、Go To トラベルキャンペーン再開時期も従来想定から半年遅れの 21 年 10 月を前提としたこともあり、個人消費持ち直しのタイミングも後ずれすることを見込む。現下の世界的な半導体不足を反映した自動車を中心とする供給制約の影響などから、目先については実質輸出、実質設備投資の見通しをやや引き下げた。しかし、米国、中国における経済活動再開加速や、コロナ禍においても堅調な電子・通信機器需要、自動車需要を反映し、実質輸出や実質設備投資は基調的に堅調な推移を予想している。
3. コア（生鮮食品を除く総合）消費者物価上昇率でみたインフレ率については、コロナ禍での需要減少が必ずしも積極的な値下げ行動に結び付いていないことに加え、海外経済の力強い回復期待などを反映した原燃料市況上昇の影響が波及すると見込まれることから、緩やかな持ち直しを続けると見込む。21、22 年度のコア消費者物価前年比は、それぞれ+0.9%、+0.9%と予想する。21 年 4 月から大手携帯通信事業者がスタートしたオンライン専用型格安料金プランが消費者物価指数に反映されることで、21 年度のコアインフレ率前年比を 0.6%ポイント程度下押しするが、原燃料市況上昇のインフレ押し上げ効果がそれを上回ると予想する。

予測要約表

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2021年5月18日時点]

		20年度	21年度 (予)	22年度 (予)	20暦年	21暦年 (予)	22暦年 (予)
国内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	-4.6	4.5	3.9	-4.7	2.5	4.8
	＜内需寄与度＞	-4.1	3.4	3.1	-3.9	1.4	4.1
	＜民間内需＞	-4.9	2.8	3.6	-4.6	0.8	4.4
	＜公的内需＞	0.8	0.5	-0.5	0.7	0.6	-0.3
	＜外需寄与度＞	-0.6	1.1	0.8	-0.8	1.1	0.7
	民間最終消費支出	-6.0	3.5	4.1	-6.0	1.4	5.0
	民間住宅投資	-7.1	2.3	-2.3	-7.1	0.1	0.5
	民間企業設備投資	-6.9	6.6	9.3	-6.0	1.9	10.6
	民間在庫品増減＜寄与度＞	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0
	政府消費	3.1	2.8	-2.1	2.7	2.6	-0.6
	公的固定資本形成	4.0	-1.6	-2.1	3.6	0.0	-2.4
	財貨・サービス輸出	-10.4	16.4	8.8	-11.7	13.8	9.7
	財貨・サービス輸入	-6.8	9.4	5.0	-7.3	6.9	6.3
	名目国内総生産(GDP)	-4.0	4.4	4.5	-3.8	2.3	5.4
	GDPデフレーター	0.6	-0.2	0.6	0.9	-0.2	0.5
生産・ 物価	鉱工業生産	-9.5	13.3	6.8	-10.4	10.5	7.8
	国内企業物価	-1.4	1.9	0.1	-1.2	1.7	0.2
	消費者物価	-0.2	0.7	0.9	0.0	0.4	0.9
	除く生鮮食品	-0.4	0.9	0.9	-0.2	0.6	0.9
	同(消費増税、教育無償化の影響除く)	-0.6	0.9	0.9	-0.4	0.6	0.9
対外 収支	完全失業率(%)	2.9	2.6	2.3	2.8	2.7	2.4
	貿易収支(兆円)	3.9	4.0	7.7	3.0	4.4	6.7
	貿易・サービス収支(兆円)	0.2	1.4	6.2	-0.7	1.4	5.0
	経常収支(兆円)	18.2	19.7	25.2	17.5	19.6	23.9

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
ドル円相場(年度末値)	111.0	112.0
消費税率(期末値、%)	10.0	10.0
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	65.5	62.1

注: 括弧内は前回前提。

出所: 野村

日本経済：足踏みするコロナ禍からの実体経済の回復

(1) 総括

2021～22年度の経済見通し改定

5月18日公表の21年1-3月期GDP(国内総生産)1次速報値を踏まえ、2021～22年度の経済見通しを改定した。21、22年度の実質GDP成長率の野村予測値は、それぞれ前年度比+4.5%、+3.9%である。これらは、前回3月9日時点の予測値と比べ、21年度が0.6%ポイントの下方修正、22年度が0.9%ポイントの上方修正となる。21年度実質成長率見通しの下方修正は、3回目の緊急事態宣言が発出されるなど、新型コロナウイルス感染症(以下、コロナ)の影響による経済活動の下押しが継続していることに加え、ワクチン接種が現時点では本格的に進捗していないことを踏まえたものである。

個人消費の回復に遅れ

21年度実質成長率下方修正に最も大きく影響するのは実質個人消費の回復の遅れである。3回目の緊急事態宣言など感染再拡大の影響で21年4-6月期は、1-3月期に続き前期比マイナスを予想する。ワクチン接種進捗の遅れを踏まえ、接種を希望する一般国民全体への概ねの接種完了時期も、21年度末にずれ込むことを前提とした。足元の感染再燃やワクチン接種遅延を受け、Go Toトラベルキャンペーン再開時期も従来想定から半年遅れの21年10月を前提としたこともあり、個人消費持ち直しのタイミングも後ずれすることを見込む。

企業関連需要が当面の景気を下支え

現下の世界的な半導体不足を反映した自動車を中心とする供給制約の影響などから、21年1-3月期は、実質輸出の前期比伸び率が20年10-12月期に比べて大きく減速し、実質設備投資は前期比-1.4%と減少を記録した。しかし、米国、中国における経済活動再開加速や、コロナ禍においても堅調な電子・通信機器需要、自動車需要を反映し、実質輸出や実質設備投資などの企業関連需要の基調は、基本的に強いと判断している。

今後、供給制約が解消されるにつれて進むとみられる挽回生産の動き、また、供給制約の早期解消への取り組みや挽回生産に対応した需要の高まりを反映して、財輸出や設備投資は、比較的堅調な推移を続けると予想する。残存するコロナ禍の影響を受けて回復が遅れる個人消費を中心とした家計需要を、企業関連需要が補完する図式が当面継続すると予想される。

原燃料市況上昇を反映し21年度コアインフレ見通しを上方修正

コア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率でみたインフレ率については、コロナ禍での需要減少が必ずしも積極的な値下げ行動に結び付いていないことに加え、海外経済の力強い回復期待などを反映した原燃料市況上昇の影響が波及すると見込まれることから、緩やかな持ち直しを続けると見込む。21、22年度のコア消費者物価前年比は、それぞれ+0.9%、+0.9%と予想する(前回比は21年度が0.1%ポイント上方修正、22年度は不変)。21年4月から大手携帯通信事業者がスタートしたオンライン専用型格安料金プランが消費者物価指数に反映されることで、21年度のコアインフレ率前年比を0.6%ポイント程度下押しするが、原燃料市況上昇のインフレ押上げ効果がそれを上回ると予想する。

海外に比してインフレ加速が鈍いことを前提とした政策対応

それでも、コロナ禍からの経済活動再開がインフレの大幅な加速に結び付く可能性を

視野に入ればはじめた海外経済に比して、日本の低インフレ基調は際立つことになる。21年3月の金融政策決定会合において日本銀行が実施した「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検(以下、点検)」も、日本経済におけるインフレ加速の可能性が低いとの見方が日銀においても共有された上で行われたものといえる。

日銀が「点検」に込めた重要な狙いは、今後、金融緩和が長期化することを前提に、「いざとなればさらなる政策の緩和が可能である」と示すことであり、それにより、金融市場に対する牽制効果を通じて現実の追加緩和の必要性を低下させる点にあったと評価できる。

日本以外の国・地域でのインフレ加速予想とそれに基づく金利上昇期待が根強い下では、日銀が緩和姿勢を維持することが内外金利差拡大を通じた円安に結び付きやすく、自ずと金融緩和を補強する効果を生じることも、潜在的には日銀の念頭に置かれている可能性がある。

(2) 経済活動再開の「カギ」となるワクチン

本格的な経済再開のカギとなるワクチン

日本でも、ワクチン接種が本格的に始まった。世界経済を大混乱に陥れたコロナだが、諸外国の状況に鑑みると、ワクチンには感染防止効果が認められるようだ。実際、イスラエルや米国などワクチン接種が既に進んでいる国では、経済活動の再開が本格化している。ワクチンの供給は、ポスト・コロナの世界への扉を開く「カギ」と言って差し支えないだろう。当然、目先数四半期の日本経済は、ワクチン供給のスケジュールに左右されることになる。そこで、今回の経済見通しでは、今後の経済活動再開に向けた「カギ」であるワクチン供給について最初に議論する。

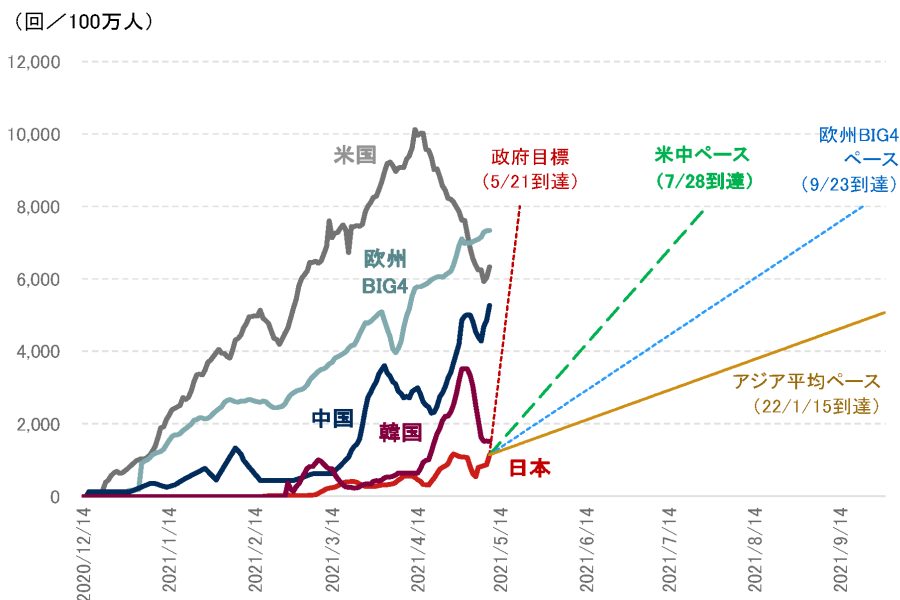
1日100万回の接種：政府の意欲的な接種目標

日本政府の目標は、高齢者接種を7月末までに完了することである。これは意欲的な目標と言えるだろう。日本の65歳以上人口は約3,600万人とかなり多いからだ。政府は1日100万回の接種体制を構築することで対応する姿勢だが、その場合、5月20日頃までに接種体制を整える必要がある(3,600万人×2回=7,200万回なので、1日100万回として72日=2か月と10日程度が必要)。

接種体制構築を国際比較の観点で検討

国際比較からも、日本政府の目標が意欲的であると分かる。日本政府が目指す1日100万回ペースが全人口ベースで人口100万人あたり約8,000回であることを踏まえつつ、図表 3を確認しよう。図表 3は、主要先進国等について人口100万人当たりのワクチン接種回数をみたものである。この図からは、接種体制構築が早かった米国や中国でさえも接種体制の構築に相応の時間を要したことが分かる。実際、現在の日本の状況に米中の体制構築ペースを当てはめた場合、1日100万回体制が実現するのは7月28日の週となる。諸外国に比べワクチン接種開始までに準備期間があったとはいえ、5月20日前後までに1日100万回の接種体制を構築するのは容易なことではないだろう。

図表 3: ワクチン接種ペースの国際比較と野村前提



注: 人口100万人あたりのワクチン接種回数(フロー)。各国・地域が日本の現状と同じ接種ペースにあった時点特定し、その後の接種スピードを用いてシナリオを構築した(米国に関しては、8000回/100万人に到達するまでのデータを利用)。アジアにはインドや中東の地域を含む。欧州BIG4は、英国、ドイツ、フランス、イタリアの四か国。

出所: オックスフォード大学資料より野村作成

地方自治体のボトムアップ見通しの含意

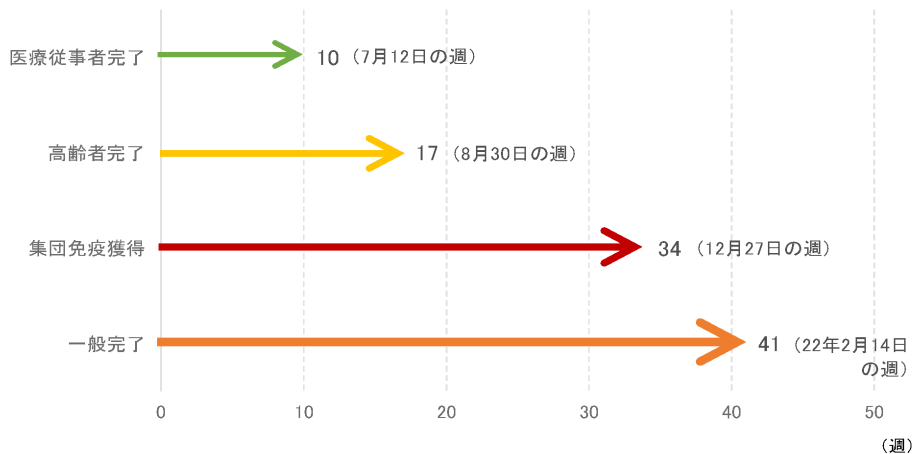
ただし、政府目標がまったく無謀というわけでもない。総務省・厚生労働省が5月12日に公表した「高齢者に対する新型コロナワクチン接種について」によれば、85.6%の自治体が7月末までに接種を完了できると回答している。人口比で見た場合、高齢者の84.5%が7月末までに接種を完了する計算である^[1]。「接種を行う医療従事者が確保できた前提」での回答が含まれる点や、予定には遅延が付き物である点に注意が必要であるが、地方自治体によるボトムアップの回答には現場の実情が一定程度反映されているとみられる。

米中並みペースで接種体制構築と仮定、年末にも集団免疫獲得か

こうした状況を踏まえつつ、野村では、日本のワクチン接種体制構築が米中並みのペースで進むことを経済見通しの前提に置くこととした。そのうえで、更に幾つかの仮定を設けることで、経済活動再開などにとって重要なイベントのタイミングを導いた(図表 4)。具体的には、以下の通りである。

1. 総務省・厚労省の公表文書には、個別の地方自治体の回答は掲載されていない。しかし、「高齢者人口が少ない自治体ほどワクチン接種の完了が早い(＝高齢者が多い自治体ほど接種完了が遅い)」と前提して試算した場合、7月末時点で接種が完了するのは高齢者のうち80.3%と試算される。総務省・厚労省文書の84.5%という数字はこの試算結果に近いことから、大都市圏での接種が順調に進捗するかが最大のポイントであると考えられる。

図表 4: 野村シナリオに基づくワクチン関連の重要タイミング



注: 様々な仮定に基づく試算値であるため、結果の解釈は幅を持って行う必要がある。ワクチン供給体制の構築は、米中と同じペースで進むと仮定した。その結果、7月28日の週に1日100万回の接種体制が整う。その後、全人口を分母とした接種率が50%を超える時点（10月18日の週）から徐々に接種ペースが低下し、週に300万回ペースまで低下すると想定した。これは、医療従事者の負担軽減が必要になると想定されることに加え、接種率上昇に伴う感染抑制と危機感の緩和により人々の接種への積極性が弱まることを想定した結果である。なお、ワクチンの地域間融通などのロジスティクスは滞りなく行われ、ワクチンの大量廃棄なども発生しないと仮定している。ワクチン接種対象は16歳以上人口とし、そのうち10%は最後までワクチン接種を受けないと想定した。

出所: 野村

◎ 高齢者への二度の接種が完了するのは8月30日の週

◎ 集団免疫^[2] 獲得目安(接種率70%(全人口比))への到達は12月27日の週

◎ 一般への二度の接種が完了するのは2022年2月14日の週

今回の経済見通しでは、このワクチン接種スケジュールを前提として、GDP構成項目それぞれの予測値を作成した。なお、ワクチン接種のスケジュールが特に大きく影響を及ぼす項目としては、民間消費、輸出（インバウンド再開時期）、輸入、政府消費、CPI（Go To トラベルキャンペーン再開時期）が挙げられる。

また、ワクチン接種の進捗に係るリスクとしては、(1)ワクチンが輸入できなくなるリスク、(2)副反応が顕著に発生するリスク、(3)接種を行う医療従事者や会場の確保が出来ないリスク、(4)接種の進展とともに感染者数が抑制され、人々の接種に対する姿勢が消極化するリスクなどがある。いずれも明確な定量化が難しいリスクであるが、目先では(3)が、今秋以降に関しては(4)が注目されやすいだろう。実際、図表 3で見たように、米国では接種ペースが徐々に低下している。経済活動の再開と新規感染者数の抑制が、接種率の伸長を阻む可能性に注意したい。

2. ただし、コロナに対して集団免疫が本当に獲得できるかは必ずしも明らかではない。厚生労働省は、「感染症の種類によって、集団免疫を得るために必要な免疫を持つ人の割合は異なります。また、ワクチンによっては、接種で重症化を防ぐ効果があっても感染を防ぐ効果が乏しく、どれだけ多くの人に接種しても集団免疫の効果が得られないこともあります」「新型コロナワクチンによって、集団免疫の効果があるかどうかは分かっておらず、分かるまでには、時間を要すると考えられています」としている。厚生労働省は、集団免疫獲得に必要なワクチン接種率にも触れていない。研究者の間でも、対コロナ集団免疫に必要なワクチン接種率の推定値には幅があり、70%はそこの中ではやや低い基準値と見受けられる。また、集団免疫が獲得されるワクチン接種率は季節によっても変動するため、冬場の方が接種率の基準値が高くなる点に注意が必要である。

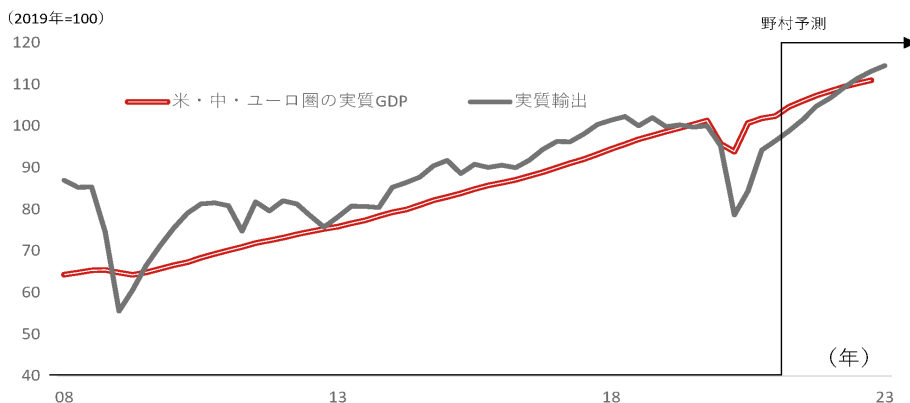
(3) 輸出は、目先の半導体不足の影響に注意を要するが、先行きの増加余地は大きい

輸出は急回復一巡だが、先行きの増加余地は大きい

21年1-3月期のGDPベース実質財貨・サービス輸出は前期比+2.3%と、20年10-12月期の同+11.7%から大きく減速した。背景の一つは、コロナ禍で大きく落ち込んだところからの急回復がある程度一巡していることであろう。実質輸出の水準は、経済活動制限が世界的に広がった20年4-6月期には19年平均比-21.4%にまで落ち込んだが、21年1-3月期には同-3.5%とほぼコロナ前の水準にまで戻っている。経済環境が平時に近付きつつあるのであれば、前期比10%を超えるような伸び率の維持は不可能であり、ある程度の輸出減速は自然であろう。

ただし、輸出の回復余地がなくなってしまうわけではない。海外需要の代替変数として、日本の主要な輸出相手国である米国、ユーロ圏、中国の実質GDPを加重平均した指標を作成すると、08年のリーマンショック以降はこれら海外GDPに合わせて日本の輸出も成長してきたことが分かる(図表5)。既に述べた通り、1-3月期の日本の実質輸出は19年平均比で-3.5%である一方、海外実質GDPは同+2.4%とコロナ禍前の水準を上回っており、海外需要と比べて輸出の増加余地は大きいと考えられる。日本の輸出は、22年度前半までは平時に比べて高めの成長を続ける可能性が高そうだ。

図表 5: 海外実質GDPと日本の実質輸出



注: 「米・中・ユーロ圏の実質GDP」はそれぞれの前期比伸び率を購買力平価ベースの名目GDPで加重平均し、その伸び率を用いて水準を作成した後に2019年=100として指数化した。2021年4-6月期以降は野村予測に基づく。

出所: 内閣府、米国商務省、中国国家统计局、Eurostat、IMF資料より野村作成

4-6月期も前期比増加継続を予想、目先は半導体不足の影響に注意

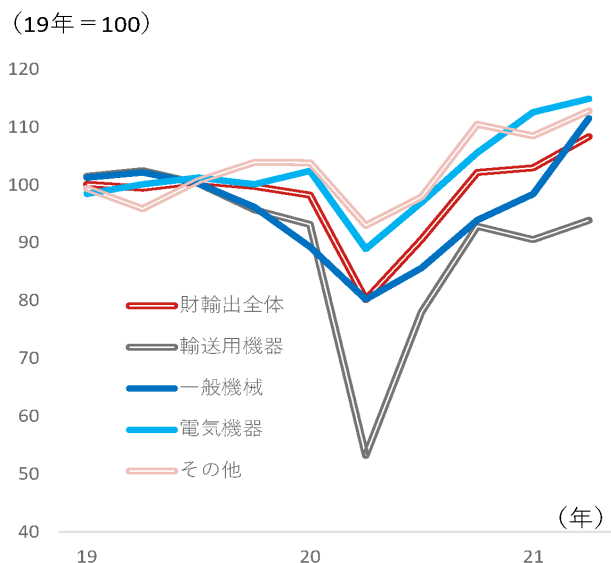
目先は、半導体不足の影響に注意が必要であろう。その影響を最も強く受けているのは自動車産業であるが、財務省貿易統計を用いて21年1-3月期の財輸出の内訳を確認すると(実質化、季節調整は野村による)、輸送用機器の輸出が20年10-12月期の前期比+19.0%の伸びから同-2.5%の減少に転じた(図表6)。輸送用機器だけで1-3月期の財輸出減速幅の7割程度を説明できることになり、同期の輸出減速の背景には半導体不足も影響していた可能性が高い。野村では、自動車メーカーによる減産の影響で、日本の輸出全体の水準が21年4-6月期、7-9月期にそれぞれ1.2%、0.6%程度引き下げられると見ており、輸出回復の重石となろう。

ただし、既に述べたように、日本の輸出を巡る環境は基本的に良好と判断される。実際、輸送用機器の輸出が急減速した21年1-3月期も、海外での設備投資需要を反映して一般機械輸出が前期比+5.1%と減速しながらも高めの伸びを維持した他、電気機

器に含まれる半導体等電子部品は同+9.8%と10-12月期からむしろ加速している。

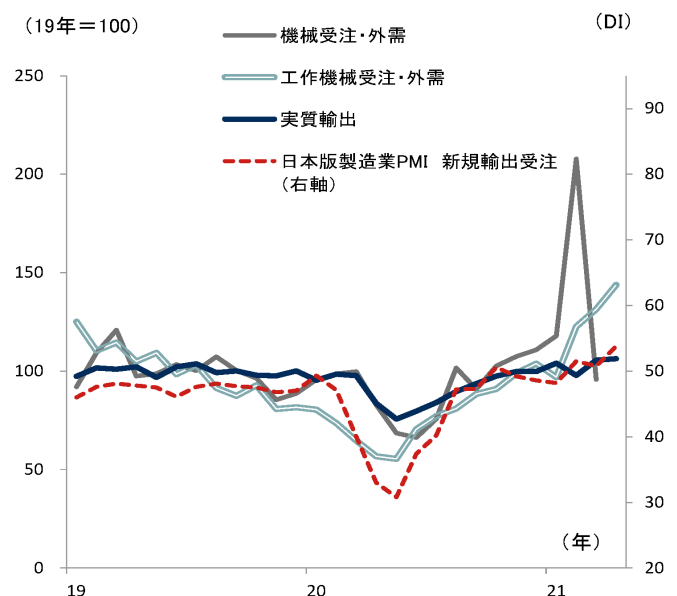
輸出の先行指標を見ても、日本版製造業PMIの新規輸出受注指数は4月に前月差+3.0ptの53.8と、18年2月以来の水準となった(図表7)。工作機械受注・外需は、21年1-3月期の前期比+19.6%の後、4月も1-3月平均を22.8%上回った(季節調整は野村による)。機械受注・外需も、2月に前月比+76.2%と顕著な増加を見せている。2月の機械受注・外需の増加のうち、化学機械のみで85%程度の寄与があり、たまたま大型の発注があったと見られるが、それを除いても2月は前月比+11.6%、1-3月期は前期比+7.6%と外需の増勢を確認できる。半導体不足の影響があっても、当面、実質輸出が前期比減少に転じる可能性は高くないと見られる。

図表 6: 財別の輸出動向



注: 季節調整、実質化は野村による。最新値は21年4月の実績値
出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

図表 7: 輸出先行指標の動き



注: 工作機械受注・外需の季節調整は野村による
出所: 内閣府、財務省、日本工作機械工業会、じぶん銀行資料より野村作成

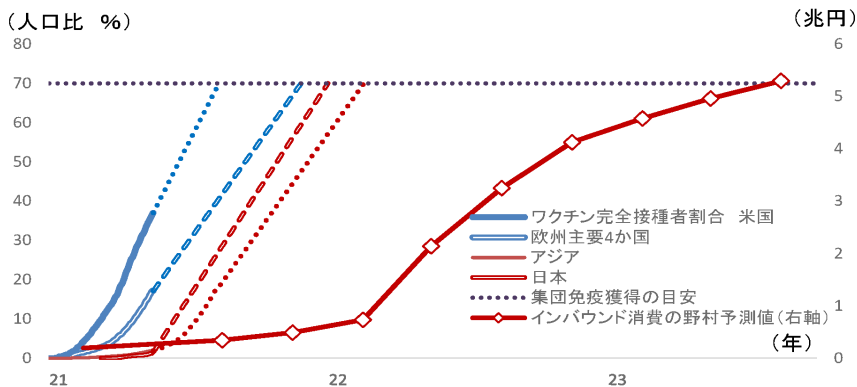
インバウンド消費の回復は22年4-6月期からと想定

世界的にワクチンの接種が進む中、インバウンド(訪日外国人)消費の回復タイミングも重要な論点の一つであろう。ポイントとなるのは、日本及び海外のワクチン接種率が集団免疫獲得の目安となる人口の7割に達し、感染リスクが大きく低下するタイミングだろう。世界のワクチン接種の状況をみると、米国や欧州主要国(英、独、仏、伊)では人口の2~4割が一人2回の接種を完了している(図表8)。接種ペースをみると、米国では直近1ヶ月で人口比+12%ポイント程、欧州主要国では同+8%ポイント程と速いペースで接種が進んでいる。欧米については今後接種ペースが大きく鈍化しない限り、21年後半には接種率7割に到達するとみられる。アジアの接種率は人口の2%程度、直近の接種ペースは1ヶ月あたり人口比+0.3%ポイント程と、共に欧州主要国の約3ヶ月前に相当し、かつ欧州主要国の3か月前と同様のペースで接種が加速してきている。このまま接種ペースの加速が進めば、欧米に続いて22年前半に接種率7割に到達すると考えられる。日本についてはワクチン接種前提の箇所でも論じたように21年末に接種率7割に到達すると想定している。

今後のワクチン接種ペースそのものや変異株に対するワクチンの有効性についてなどの不確実性は大きいものの、野村では以上を踏まえ、日本及び訪日外国人観光客

の8割程度を占めるアジア(19年時点)の接種率が7割に到達し感染リスクが低下する
22年4-6月期からインバウンド消費の回復が始まると予想する。

図表 8: 各国・地域のワクチン完全接種者割合と日本のインバウンド消費



注: 欧州主要4か国は英、独、仏、伊の単純平均値。アジアの定義はOur World in Dataに基づく。ワクチン完全接種者は2回の接種を終えた人を指す。ワクチン完全接種者が人口比70%に到達するタイミングを集団免疫獲得の目安とした。ワクチン完全接種者割合の点線は試算値であり、欧米については、直近1カ月のペースに基づいて試算、アジアは欧州主要4か国と同じペースで上昇していくという前提で試算、日本は野村のメインシナリオに基づいて試算。

出所: 観光庁、オックスフォード大学資料より野村作成

財・サービス輸出全体を見通すと、設備投資需要を中心に海外需要は堅調であり、20年後半の回復期からは減速しつつも前期比増加が続こう。21年4-6・7-9月期は半導体不足が重石となるが、10-12月期には挽回生産で逆にやや伸びが高まる。インバウンドの回復が始まる22年4-6月期も伸びが高まるタイミングとなろう。GDPベース実質財・サービス輸出は21年度に前年度比+16.4%、22年度に同+8.8%と大きく増加すると予想する。

(4) 半導体不足の影響は従来想定より小さく、鉱工業生産は順調に回復しよう

強い資本財の生産見込み

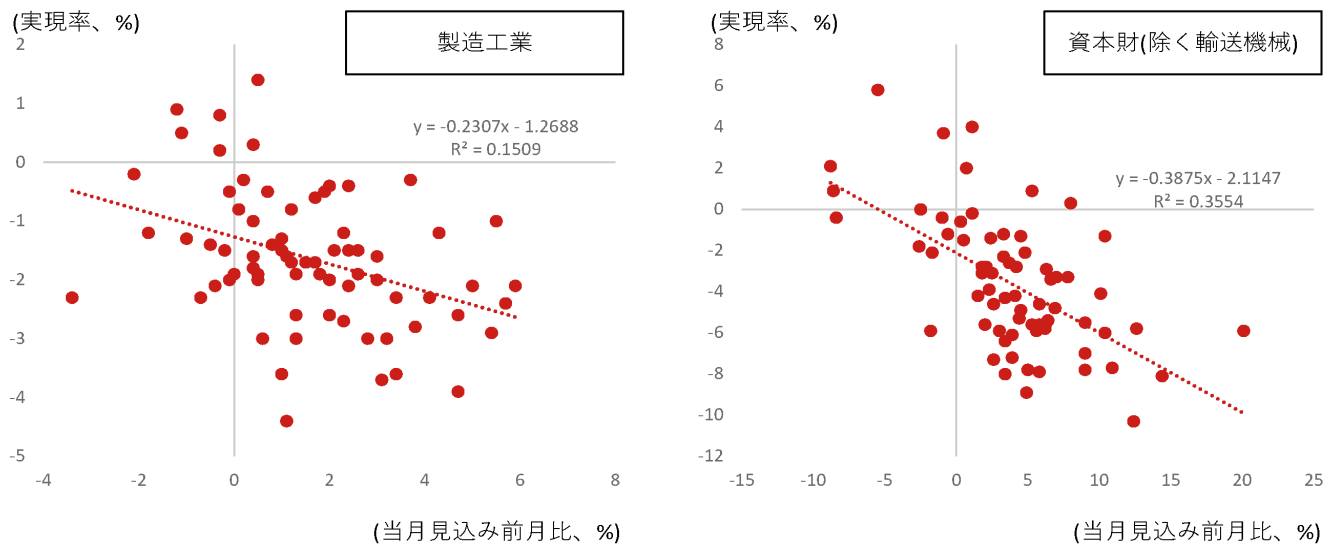
21年1-3月期の鉱工業生産は前期比+2.9%と増加した。20年10-12月期の同+5.7%から減速はしたものの、増加基調は維持している。業種別に見ても、前期比減少は輸送機械工業、石油・石炭製品工業のみであり、全般的に増加している。海外での製造業活動回復が、輸出を通じて日本国内の製造業活動回復を後押ししていると考えられる。

また、製造工業生産予測調査では、4月の製造工業生産は前月比+8.4%、5月は同-4.3%の見込みとなっている。同予測値に基づけば、4-5月平均は1-3月平均と比べ6.8%高い水準となり、先行きの生産活動再加速が見込まれる格好である。4月は、鉄鋼業と輸送機械工業以外の全業種で前月比増加が見込まれており、国内外の経済活動再開に対する期待が反映されていると考えられる。中でも、資本財(除く輸送機械)で前月比+34.5%と非常に高い伸びが見込まれており、海外での設備投資持ち直しを強く反映したものであろう。

しかし、当月見込みの前月比が高い程、当該月の実現率は低くなる傾向があり、特に資本財(除く輸送機械)でその傾向が強い(図表 9)。また、4月の同調査(4月10日調査票提出締切)では、4月23日の東京都、大阪府などを対象とした3度目の緊急事態宣言発令決定の影響は加味されていない。21年に入ってから機械受注統計では、特に

非製造業の受注が弱含んでおり、1月の2度目の緊急事態宣言発令を受け企業が設備投資を手控えたと考えられる。先行きの鉱工業生産は、外需の回復に支えられて増加を続ける一方、4-6月期に関しては国内企業の設備投資手控えを反映して、製造工業生産予測調査で示されるよりも鉱工業生産の回復力が弱くなる可能性を見ておいた方がよいだろう。

図表 9: 製造工業生産予測調査の当月見込み(前月比)と実現率



注: 2014年-2019年のデータを掲載。
出所: 経済産業省資料より野村作成

半導体不足の影響は限定的

先行きの鉱工業生産を考える上では、世界的な半導体不足の影響度合いも考える必要があろう。半導体不足の影響は、特に自動車生産のボトルネック(障害)として意識されている。自動車生産における半導体不足は20年末ごろから指摘され始め、21年3月にはルネサスエレクトロニクスの工場火災で更に調達が難しくなった点が懸念された。自動車産業はその裾野が広いため、他の産業と比べ鉱工業生産全体に対する押し下げ効果が大きくなりやすい点に注意が必要である。

しかし、半導体不足と国内生産への影響が徐々に明らかになり、3月の工場火災発生当初に懸念されていたよりも、自動車の減産幅は小さい模様である。半導体工場の復旧が順調に進んだことや半導体在庫調達がスムーズに行われたこと等を受け、現時点の野村の想定では、4-6月期の国内自動車生産の押し下げ幅が20万台程度になると見ている。四半期当たりの国内自動車生産台数が240万台程度であるから、20万台の減産はこの8%程度である。産業連関表の逆行列係数を見ると、自動車の製造業における列和が2.4、鉱工業生産指数に占める自動車のウェイトが7.4%であるから、波及効果まで含めれば鉱工業指数全体が1.5%程度押し下げられる計算となる。

半導体不足がいつまで続くかなどは依然不透明感が残るものの、4月の製造工業生産予測調査では全体的に強気の予想となっており、この試算程度の自動車減産幅であれば、生産全体の回復基調に水を差す可能性は低いと言えよう。野村では、日本の内需の回復ペースはワクチンの本格的普及までは鈍い状態が続く一方、対照的に堅調な外需に支えられ、鉱工業生産は比較的順調に回復し、21年度、22年度の前年度比はそれぞれ+13.3%、+6.8%、コロナ禍前(19年平均)の水準を回復するのは21年7-9月期頃と予想している。

(5) 21年前半の設備投資回復は鈍いが、その後回復ペース高まると予想

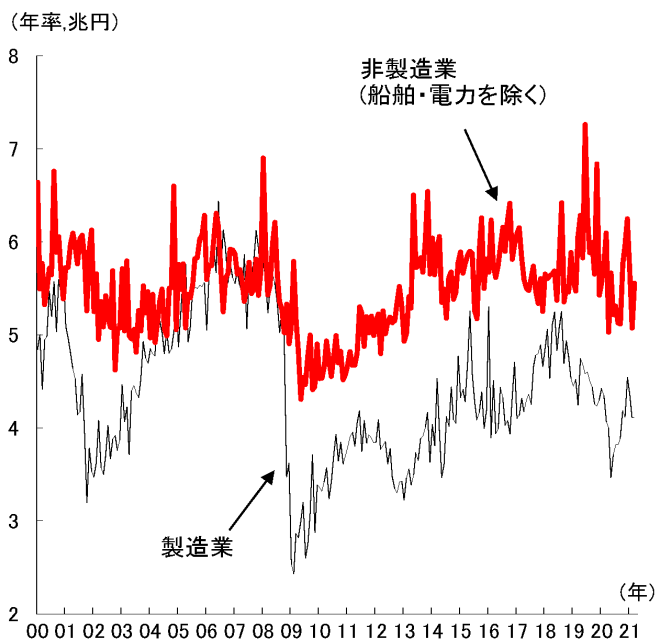
強い不透明感が設備投資回復の重石

21年1-3月期の実質設備投資は前期比-1.4%と2四半期ぶりに減少した。1-3月期の資本財生産は同+5.5%と順調に回復したものの、その多くが輸出に回ったと見られ、国内での設備投資は弱めであった。

国内の設備投資回復が鈍かった背景としては、20年冬以降にコロナの新規感染者数が再び増加したことがあろう。コア機械受注(電力・船舶を除く民需)は製造業、非製造業ともに21年に入ってから減少した。特に非製造業の落ち込みは大きく、2月には感染第1波により大幅に悪化した20年5月と同程度の水準にまで押し戻された(図表 10)。また、日銀短観の設備投資計画の回答率を見ても、21年3月調査では回答率が特に大企業で例年と比べて大幅に低く、企業が先行きの不透明感から設備投資計画を策定できない状況にある可能性を示唆している(図表 11)。

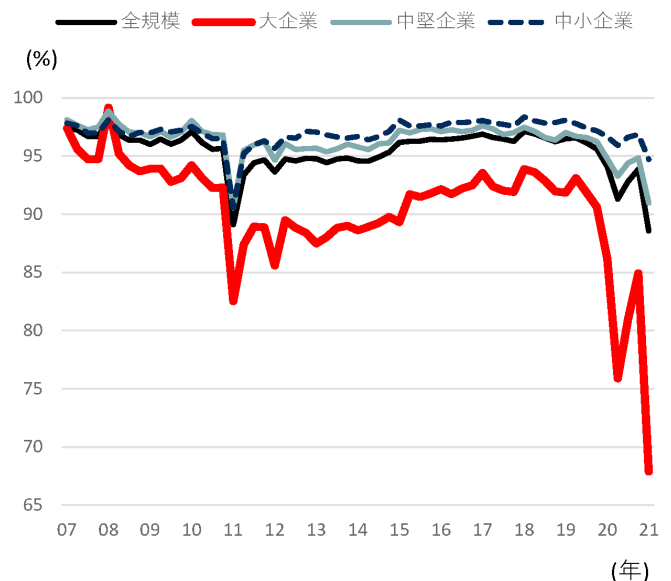
4月以降も、日本のコロナ新規感染者数は第4波を迎え、一部地域へのまん延防止等重点措置の適用や3度目の緊急事態宣言の発令が行われた。3月末の時点で設備投資の計画が十分に練られていなかったのに加え、4月以降の緊急事態宣言発出などを考慮し、4-6月期の設備投資も停滞感が強くなると予想する。

図表 10: コア機械受注(製造業・非製造業)



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 11: 日銀短観設備投資計画(含むソフトウェア・除く土地)の回答割合



注: 企業規模ごとの回答数を調査対象企業数で割って回答割合を計算。季節調整は野村による。なお、掲載していないが大企業の製造業・非製造業、土地投資、ソフトウェア投資のそれぞれの回答割合も、図表内で示した大企業全体の回答割合と概ね同程度であった。

出所: 日本銀行資料より野村作成

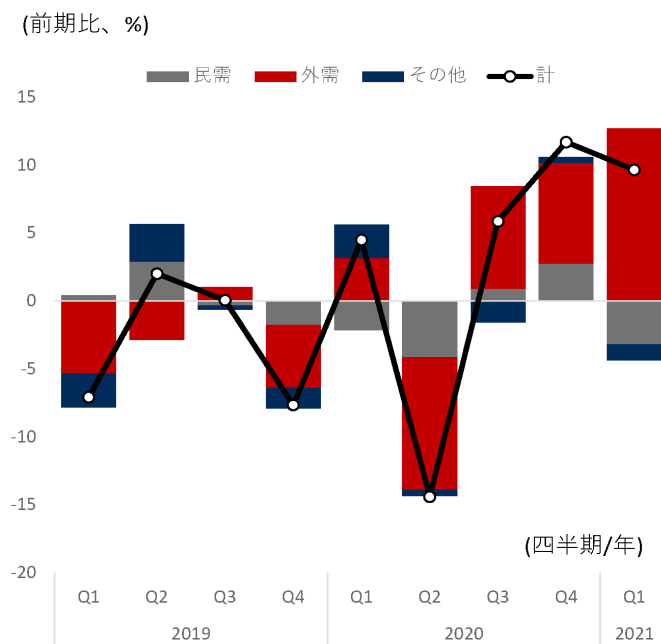
ワクチン接種進捗とともに設備投資は明確な回復へ

ただし、野村では設備投資が腰折れするとは見ていない。1-3月期の機械受注は、コア機械受注(電力・船舶を除く民需)が前期比-5.3%と減少した一方、外需は同+31.4%と大幅に増加した(図表 12)。2月の大型案件により押し上げられている側面はあるものの、機械受注・外需に見られるように海外の設備投資意欲は力強い。日本国内の設備投資も、資本財を中心とした輸出の増加によって刺激されるであろう。野村では、

4-6月期の実質設備投資が前期比減少を回避すると予想している。その後についても、ワクチン接種の進展で不透明感が後退することで、内需の本格的回復が始まろう。設備投資もそれに合わせて前期比ベースの伸びが高まると想定している。

また、20年度の内閣府による「企業行動に関するアンケート調査」では、コロナ禍による景気の大幅悪化を経験したにも関わらず、企業の期待成長率はコロナ禍前から横ばい圏で推移した(図表 13)。リーマンショック後は期待成長率が下方シフトし設備投資の低迷も長引いた(図表 14)のに対し、今回は期待成長率が低下しなかったため、コロナ禍の出口がある程度明確になれば、設備投資の回復も比較的順調に進むと考えられる。野村では、21年度、22年度の実質設備投資の前年度比をそれぞれ+6.6%、+9.3%と見込んでいる。

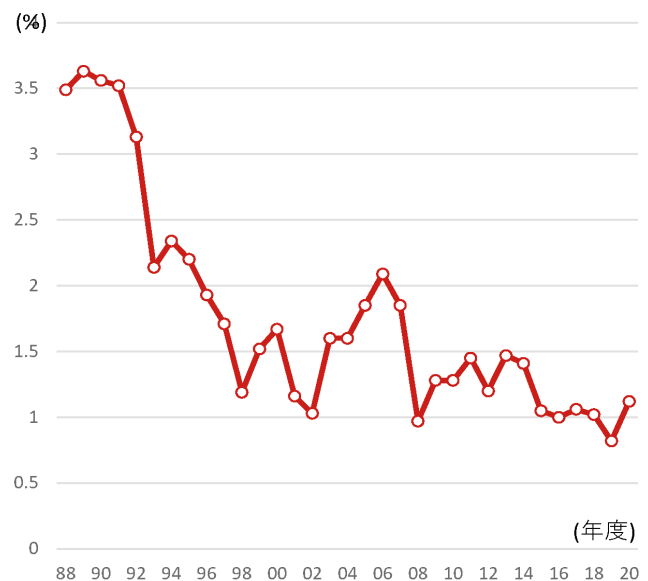
図表 12: 機械受注



注: 個別系列ごとに季節調整が施されており、個々の系列の合計は全体と必ずしも一致しない。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 13: 企業が抱く日本の実質成長率に対する期待値(今後5年間)



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 14: 実質設備投資の想定



注: 2021年4-6月期以降は野村予想。

出所: 内閣府資料より野村作成

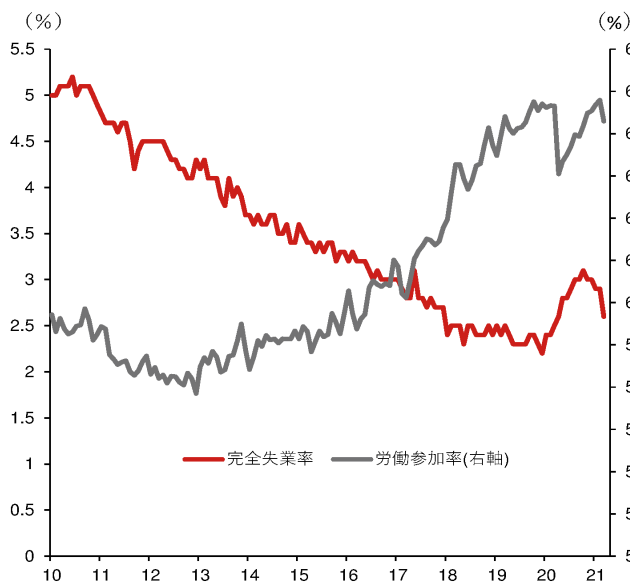
(6) 雇用・所得環境は安定、ワクチン接種進展による経済活動水準の

上昇にあわせて回復本格化へ

雇用環境は緩やかな改善継続

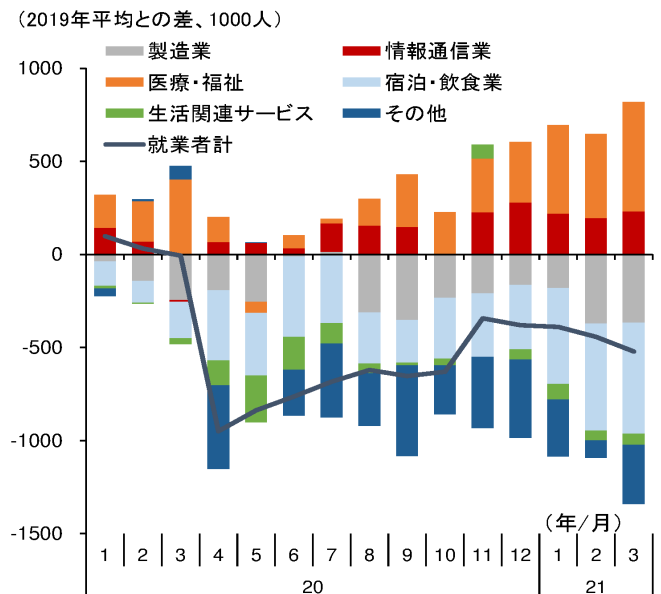
雇用環境は、緩やかな回復が続いている。完全失業率は、21年2月の2.9%から3月には2.6%へ大きく低下したが(図表 15)、これは労働参加率の低下によるものであり、必ずしも雇用環境の改善を意味するものではない。それでも、就業者数は20年4月を底に緩やかな増加基調をたどっており、四半期ベースで見れば21年1-3月期まで3四半期連続で前期比増加を続けている。もちろん、コロナ禍が収束しないため大きな需要減少に直面している宿泊・飲食業での就業者数はほとんど回復する兆しを見せていない(図表 16)。一方で、コロナ禍で需要が強まっていると見られる情報通信業や医療・福祉での就業者数増加がそれを補っている。

図表 15: 完全失業率と労働参加率の推移



出所: 総務省資料より野村作成

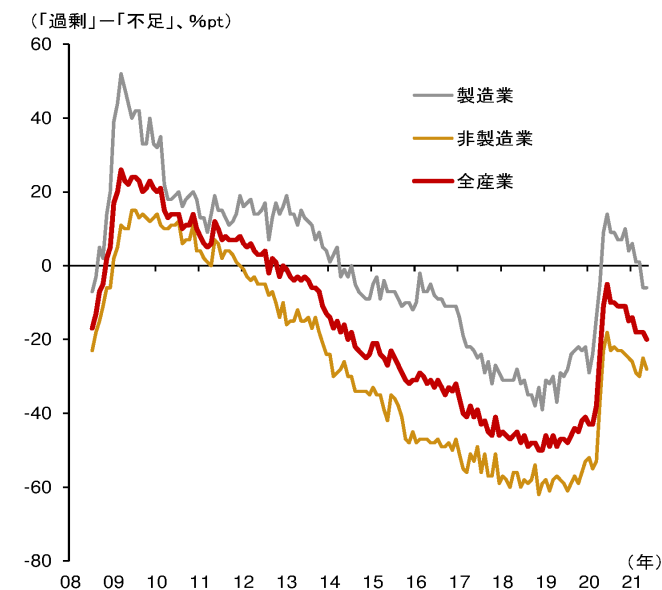
図表 16: 産業別就業者数の動向



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

4-6月期も、雇用環境が大きく悪化する可能性は限定的と考えられる。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示唆するが、20年6月に-5までマイナス幅が縮小したもののその後再び人手不足感が強まり、21年3月には-18、5月には-20となっている(図表 17)。緊急事態宣言の影響を受けやすいと見られる非製造業については、3月に比べて4・5月は若干人手不足感が弱まっているものの、依然としてマイナス幅は大きい。加えて、製造業の同DIがほぼ1年ぶりにマイナスに転じており、外需に牽引された生産増加に伴い労働需要が回復している様子を窺うことができる。その他の雇用関連指標を見ても、4月の景気ウォッチャー調査・雇用関連DI、消費者態度指数・雇用環境は前月から低下しているものの、低下幅は限定的である(図表 18)。

図表 17: QUICK短観の雇用人員判断DI



出所: QUICK短観より野村作成

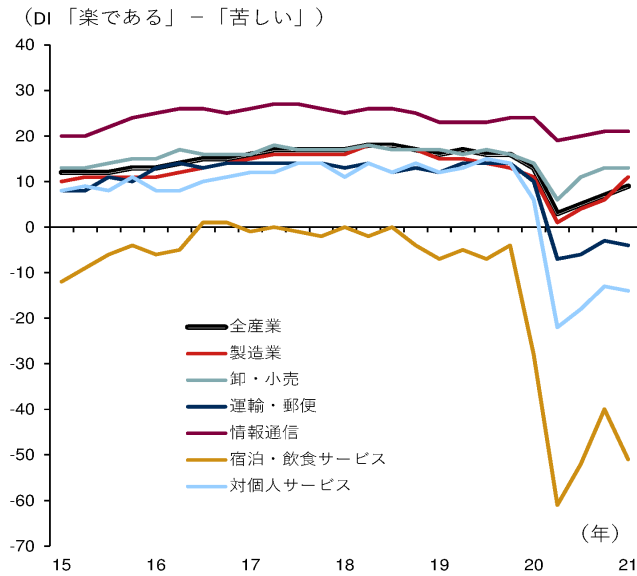
図表 18: 景気ウォッチャー調査と消費動向調査における雇用関連指標の推移



出所: 内閣府資料より野村作成

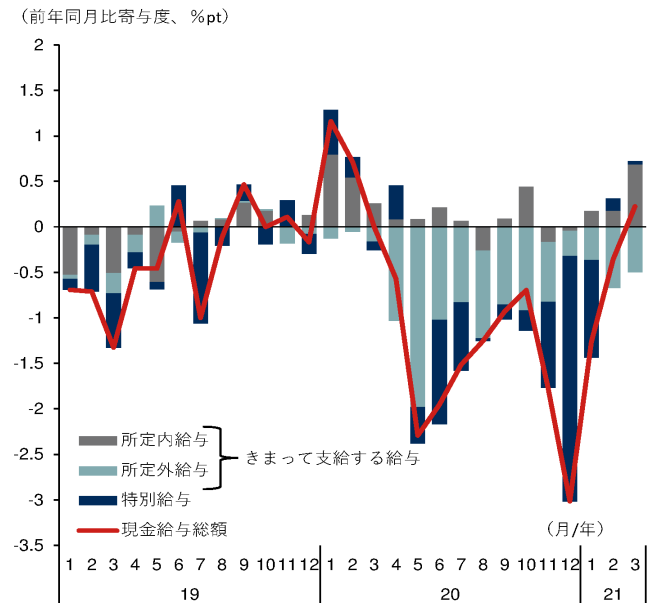
もちろん、一部の企業で資金繰りが厳しい状態が続いているのは確かであろう。日銀短観によれば、緊急事態宣言により大きな影響を受ける宿泊・飲食サービス業を中心に、資金繰り判断DIは20年初め以降マイナス圏での低空飛行を続けている(図表 19)。ただし、政府から営業時間短縮などに対する協力金が支給されているのに加え、ワクチン接種の進展が見え始めている。このタイミングで大規模な雇用調整が行われる可能性は低いのではないかと見られるものの、ワクチン接種の進展とともに経済活動水準が上がるにつれて、雇用環境の改善も再び明確となろう。

図表 19: 産業別資金繰り判断DI(全規模)の動向



出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 20: 現金給与総額の前年同月比の要因分解



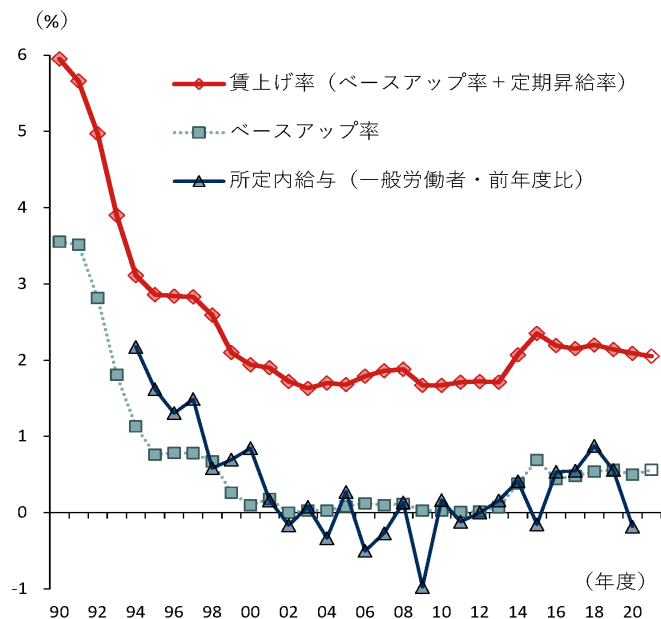
注: 事業所規模5人以上の事業所を対象としている。
出所: 厚生労働省資料より野村作成

一人当たり賃金も持ち直したが基調的な賃金上昇率は高まらない

一人当たり賃金についても、緩やかな持ち直しが続いている。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てきており、21年3月には同+0.2%と増加に転じた(図表 20)。「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。)」も20年5月の前年同月比-2.0%から21年3月には同+0.2%まで持ち直してきている。生産活動の再開に伴い、所定内給与(基本給)や所定外給与(残業手当)などが持ち直しているためだ。先行きについても、引き続き経済活動水準の上昇や企業業績の改善により、一人当たり賃金は持ち直すことが期待できよう。22年度には、19年度の水準を概ね取り戻すと想定される。

ただしそれは、労働時間減少により一時的に減少した分が元に戻るだけであり、基調的な賃金上昇率がコロナ前に比べて高まるわけではないだろう。一般労働者の所定内給与の伸びは、毎年の春季闘争(春闘)におけるベースアップ率(ベア率)に近い値になることが多い(図表 21)。日本労働組合総連合会(連合)が公表している資料によれば、21年春闘のベアは、現時点で確認できる第5回集計(5月10日)時点で0.56%と、過去5年程度のベアとほとんど変わらない。加えて、定期昇給とベアを分けて開示している組合数が21年は例年に比べて大きく減少している(図表 22)。ベア自体を見送ったケースが多いことを反映しているのであれば、マクロ全体で見たベアは上記の集計値が示すより低い可能性もある。

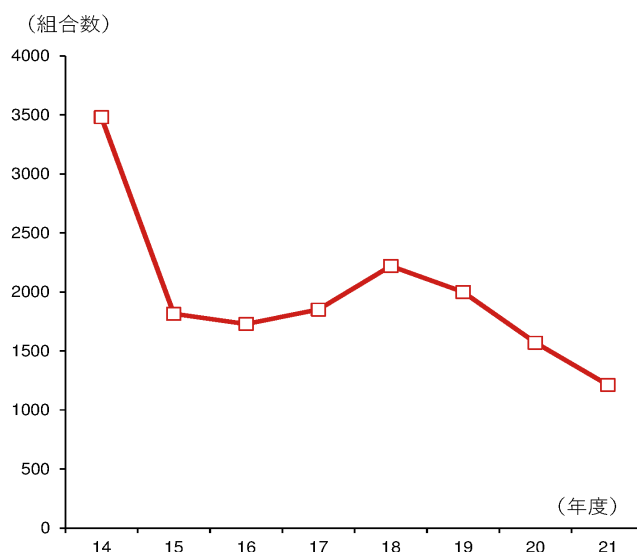
図表 21: ベースアップ率と所定内給与(一般労働者)



注: 1. 本調査の調査対象は、連合傘下の労働組合。2. 賃上げ率は全て連合調査に基づく計数であるが、2013年以前のベースアップ率、定期昇給率は経団連の調査に基づき遡及している。3. 15年以降、賃上げ率のうち、ベースアップ分が明確に分かる組合の結果のみ示している。4. 18年度以降の所定内賃金は共通事業所ベース。5. 21年度の賃上げ率とベア率は第5回回答集計の結果

出所: 日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会、厚生労働省資料より野村作成

図表 22: 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5回目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

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+1.3%、22年度は同+1.8%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+1.9%、22年度は同+2.3%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見込んでいる(図表 23)。

図表 23: 総賃金(雇用者数×一人当たり賃金)の見通し



出所: 総務省、厚生労働省資料より野村作成、予測は野村

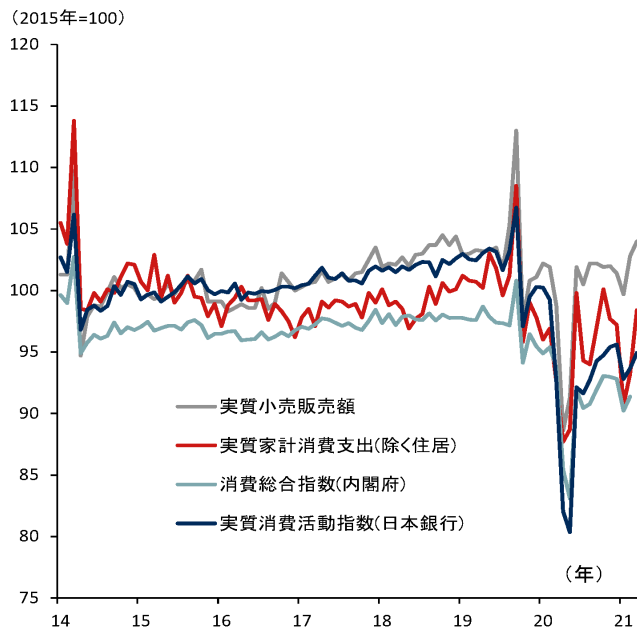
(7) 個人消費の回復本格化は21年度後半

21年1-3月期の個人消費は3四半期ぶりに前期比減少

21年1-3月期のGDPベース実質個人消費は前期比-1.4%と、1回目の緊急事態宣言の発令を受け記録的な減少となった20年4-6月期以来、3四半期ぶりに前期比減少に転じた。コロナ感染第3波の影響を受け、1月上旬に一部の地域で2回目の緊急事態宣言が発令されたことで、消費活動が停滞したことが背景として考えられよう。

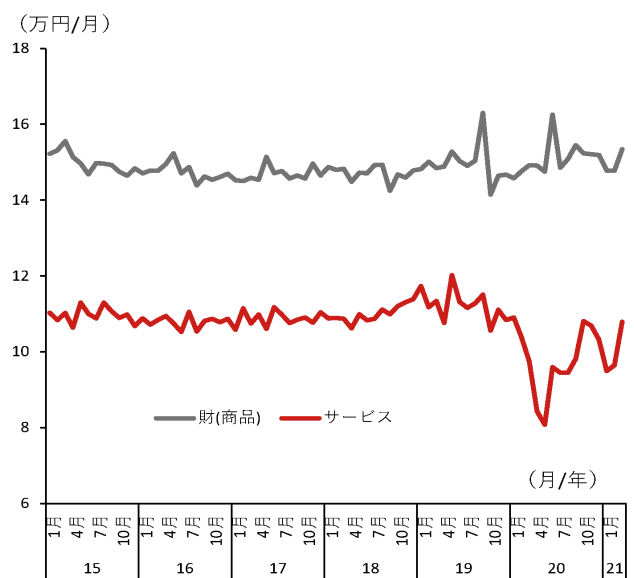
ただ、月次の消費関連指標を見ると、1-3月期の個人消費の落ち込みは1月の大幅減によるところが大きく、2・3月の消費水準は持ち直していたことが分かる。実質小売販売額(実質化は野村による)は1月に前月比-2.2%とやや大きめに落ち込んだ後、2月は同+2.9%、3月も同+0.9%と増加した(図表 24)。1月から3月にかけて回復したのは財消費だけではない。実質家計消費支出(二人以上の世帯)のうちサービス消費(実質化と季節調整は野村による)は、1月に前月比-8.0%と大幅に減少したが、2月は同+1.6%、3月は同+11.9%と、財消費に比べて持ち直しの度合いも大きかった(図表 25)。外食や宿泊、公共交通機関の利用料などの増加が目立っている。

図表 24: 個人消費関連指標の推移



注: 実質小売販売額は、名目小売販売額を基に野村が試算。
出所: 総務省、経済産業省、内閣府、日本銀行資料より野村作成

図表 25: 財・サービス別実質消費支出額の推移



注: 季節調整と実質化は野村による
出所: 総務省資料より野村作成

2・3月の個人消費が回復したのは、緊急事態宣言発令後にコロナの一日当たりの新規感染者数が減少傾向に入り、外出に伴う感染リスクが低下したと判断されたためではないか。対象地域の大部分において、宣言が解除されたのは2月末以降であったが、その前から人出は全国的に増加していた。人々は宣言の有無にかかわらず、ある程度自主的に感染リスクを判断して行動している可能性があるだろう。もちろん、3月の個人消費増加には、全面的な緊急事態宣言解除も影響していたと考えられる。

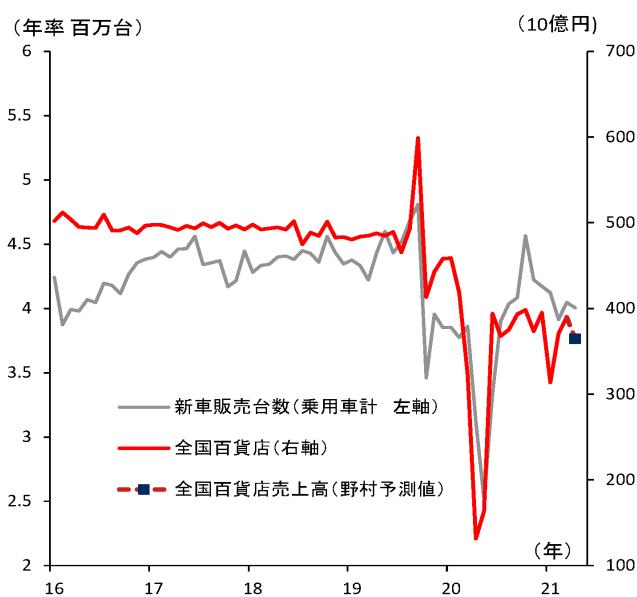
3回目の緊急事態宣言の発令の影響を受け、21年4-6月期の個人消費は2四半期連続で前期比減少する見込み

4月上旬には一部の地域で「まん延防止等重点措置」が適用されたが、感染収束には至らず、同月下旬に一部の都府県において3回目の緊急事態宣言が発令された。既

に公表されている4月の消費関連指標を見ると、大手百貨店4社の売上高から野村が独自に推計した全国百貨店販売額(野村による季節調整値)は前月比-6.4%、新車販売台数(野村による季節調整値)も同-1.0%と減少した(図表 26)。NTTドコモモバイル空間統計によれば、人出も4月以降減少傾向に転じており、5月も20日までの平均で見ると人出の水準は消費が大きく落ち込んだ同年1月全体を下回っている(図表 27)。4・5月の個人消費は前月比で減少に転じると見込まれ、特に5月は大幅に減少する可能性が高い。

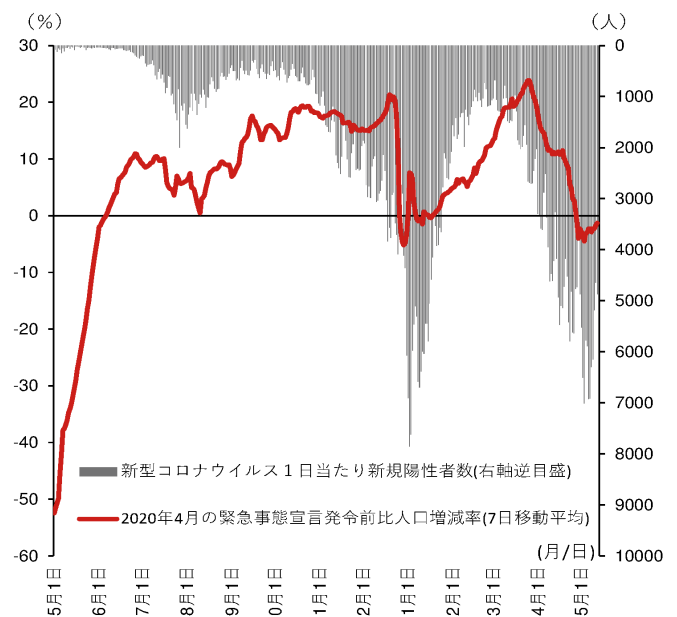
変異株の影響により感染収束まで政府の想定以上に時間がかかるリスクには注意が必要であるが、予定通り5月末に緊急事態宣言が解除されれば、6月の個人消費は持ち直すと見込まれる。それでも、4・5月の減少を取り戻すには至らず、21年4-6月期の実質個人消費は前期比-1.1%と2四半期連続で減少すると予想する。

図表 26: 百貨売上高・新車販売台数



注: 20年4月の全国百貨店売上高は、大手百貨店4社の4月上高速報値に基づく野村予測値。野村による季節調整値を使用。
出所: 日本百貨店協会、日本自動車販売協会連合会資料、大手百貨店4社売上高速報より野村作成

図表 27: 一日当たり新規陽性者数と人口増減率の関係



注: 2020年4月の緊急事態宣言発令前比人口増減率は、NTTドコモ モバイル空間統計にある全国各地の緊急事態宣言前比人口増減率を2017年都道府県別県内総生産で加重平均。
出所: NTT ドコモ、WHO資料より野村作成

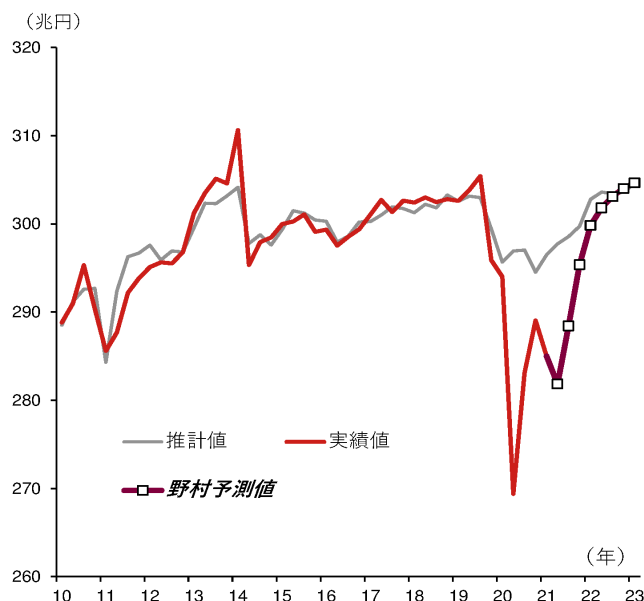
ワクチンの本格的接種にあわせ、21年10-12月期以降消費活動の再開は明確になろう

7-9月期以降は、基本的にはワクチン接種の本格的普及に併せて消費活動の水準が上昇していくと見込んでいる。既に論じたように、政府によるワクチン接種計画などを踏まえ、野村では高齢者向けの接種終了は21年8月末、一般向けの接種終了は22年2月中旬になると想定している。21年年末には、集団免疫確立の目安となる70%程度の接種率に達する見込みである(図表4)。また、一般向けの接種が本格化する時期に当たる21年10月にはGo To キャンペーンが再開すると野村では想定している。だとすれば、21年10-12月期には、サービス消費を中心に消費活動の再開は明確になろう。

もともと、雇用・所得環境などとの対比では、個人消費の水準は非常に低い位置にある。簡単な消費関数を推計し、雇用者数、賃金などについての野村の想定値を用いて先行きの「推計値」を計算すると、1-3月期の実質個人消費は実績値よりも4.0%程度高くてもよいことになる(図表28、図表29)。もちろん、実際の個人消費が「推計値」を大きく下回っているのは、感染リスクを考慮して外出が抑制されているからだ。ワクチンの

接種が進み、感染リスクに対する懸念が後退するにしたがって、個人消費は「推計値」に近づいていくこととなろう。

図表 28: 実質民間最終消費支出の実績と推計値、野村予測値の推移



注: 2021年4-6月期以降の数値は外挿値、回帰式の詳細については図表29の(注)を参照されたい。

出所: 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村作成、予測は野村

図表 29: 消費関数の説明変数と係数一覧

推計期間	2004年4-6月期から2019年10-12月期	
説明変数	係数	t値
定数項	3.14	7.35
実質可処分所得	0.39	5.10
60歳以上人口比率	0.00	8.40
景気ウォッチャー調査現状水準判断DI	0.04	12.05
期待インフレ率	0.01	5.51
震災ダミー	-0.02	-3.30

注: 1. 推計期間は 2004 年 4-6 月期から 2019 年 10-12 月期。2. 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。3. 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。4. 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。6. 自由度修正済み決定係数は 0.929、ダービンワトソン比は 1.43 である。

出所: 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村作成

もちろん、変異株に対するワクチンの有効性や、ワクチンの有効期間などについての不確実性は高い。ワクチンの接種がある程度進んだとしても、即座に全てがコロナ前に戻るわけではなく、「推計値」への接近は徐々に進むことになろう。消費活動水準がコロナ前の19年平均に戻るのには、22年4-6月期になると見込んでいる。21年度のGDPベース実質個人消費は前年度比+3.5%と、3月9日の見通し改定時より1.3%ptのやや大きめの下方修正となるが、22年度は同+4.1%と反動の影響で伸び率が高まると予想する。

(8) 1-3月期の住宅着工は前期比大きめの増加だが、先行きの増加ペースは緩やか

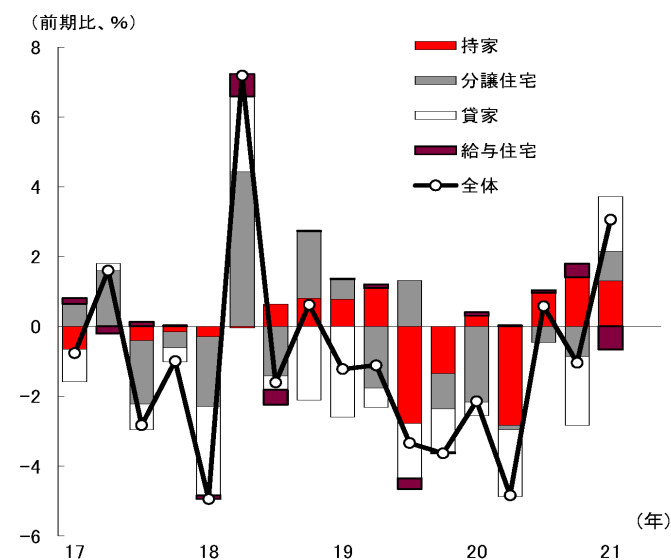
21年1-3月期の実質住宅投資は、前期比+1.1%と増加した。20年7-9月期に同-5.7%と大きく減少、10-12月期に同+0.1%とほぼ横ばいとなった後の増加であり、底打ちが明確となっている。推計に用いられている住宅着工戸数も1-3月期は前期比+3.1%となっており、住宅投資の増加に違和感はない。

住宅着工戸数の内訳を利用関係別に見ると、持ち家は20年7-9月期以降3四半期連続で増加しており、いち早く回復していたことが分かる(図表 30)。貸家、分譲住宅については、明確に増加したのは21年1-3月期になってからだ。こうした動きの背景を読み取るのは難しいが、住宅は典型的な耐久財であり、家具・家電の売上が堅調だったのと同様、在宅時間が増える中でまずは持ち家に対する需要が回復、それに追隨する形で分譲、貸家の着工が増えた¹⁾とみなすことはできないだろうか。

1-3月期の住宅着工は貸家の急増に押し上げられている部分もあり、同様の増加ペースは持続的ではないと見られる。実際、着工に3ヶ月程度先行する大手住宅メーカー

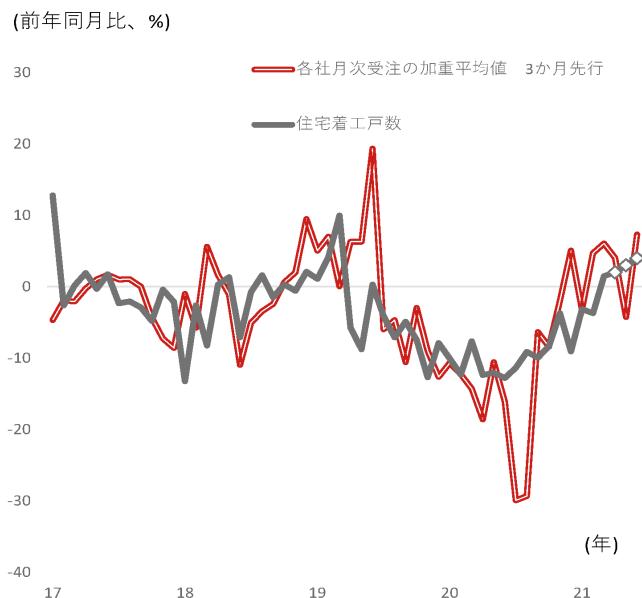
の受注は4-6月期の着工増加ペースが緩やかになることを示唆している(図表31)。

図表 30: 住宅着工戸数の利用関係別の内訳寄与度



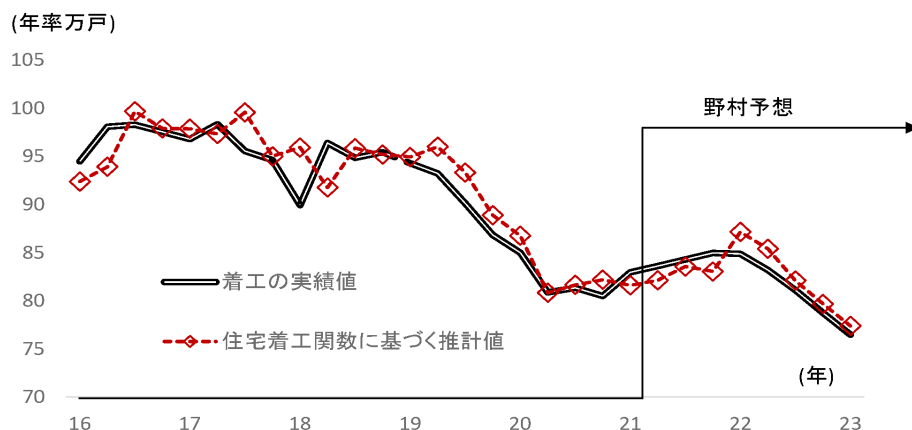
出所: 国土交通省資料より野村作成

図表 31: 住宅着工と大手住宅メーカーの受注動向



注: 各社月次受注の加重平均値は大和ハウス、積水ハウスの月次受注速報値を、各社の19年度の売上高をウェイトとした加重平均値。受注速報値は金額の前年同月比。
白マーカーは野村予想に基づく。
出所: 国土交通省、各社資料より野村作成

図表 32: 住宅着工の先行き



注: 下記の住宅着工関数に基づいて推計値を算出

住宅着工関数の推計式: $\ln(\text{着工戸数}) = -14.96 + 1.52 \times \ln(\text{実質雇用者報酬}) + 0.50 \times \ln(\text{世帯数の変化数}) - 0.06 \times (10\text{年国債利回り}) - 0.21 \times (\text{改正建築基準法ダミー}) - 0.29 \times (\text{リーマンショックダミー}) - 0.14 \times (\text{震災ダミー}) + 0.01 \times (\text{消費増税ダミー})$

自由度調整済決定係数: 0.93 推計期間: 2000～2019年

出所: 日本銀行、内閣府、国土交通省、総務省、厚生労働省資料より野村作成

ただし、雇用所得環境が緩やかに改善していくことに加え、在宅時間の増加が住宅需要を押し上げている可能性も考えると、住宅投資はしばらく緩やかな増加を続けると見込まれる。簡単な住宅着工関数に基づけば、22年1-3月期までは前期比増加を続けることになる(図表32)。その後は、雇用所得増加の影響を人口減少に伴う世帯数増加ペース減速の影響が上回り、緩やかな減少トレンドに転じよう。実質住宅投資は21年

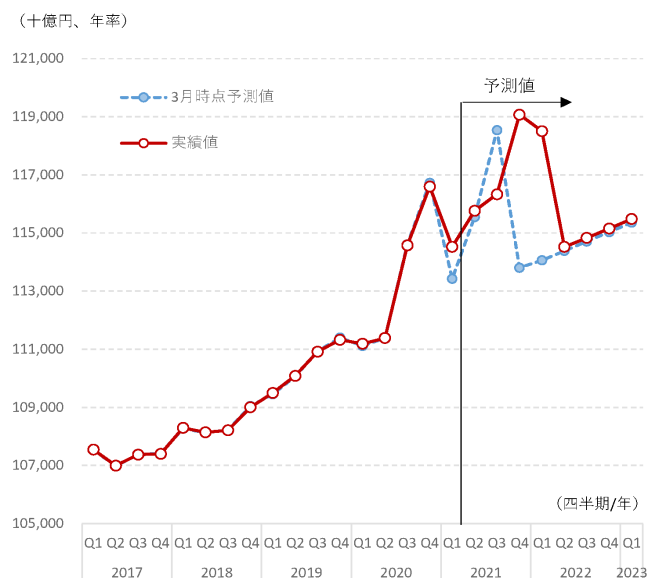
度に前年度比+2.3%と増加した後、22年度に同-2.3%と減少に転じると予想している。

(9) 政府消費は再加速、公共投資はピークアウトへ

政府消費はワクチンとGo To トラベル事業で再加速へ

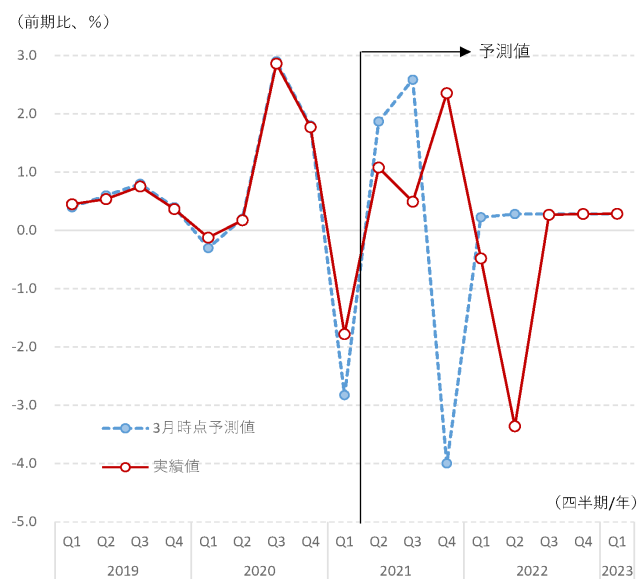
21年1-3月期の実質政府消費は前期比-1.8%となった。コロナ禍の発生以降、政府消費は異例の強さを見せてきたが、4四半期ぶりに減少に転じた形である。ただ、政府消費は4-6月期以降に再加速する可能性が高く、21年中は実質GDP成長率の押上げ要因として機能することが予想される(図表 33、図表 34)。

図表 33: 政府消費の推移



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村予想

図表 34: 政府消費の推移(前期比)



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村予想

政府消費が目先で再加速すると考えるのは、(1)ワクチンの「購入」費用が計上されること、(2)ワクチンの「接種」費用が計上されること、(3)医療の受診控えが緩和されること、(4)Go To トラベル事業が再開されること、などが背景にある。これらの要因をそれぞれ確認していこう。

既に述べた通り、日本ではワクチン接種が本格化しつつある。このワクチンは、政府が購入し、無償で国民に接種するものである。そのため、ワクチン自体の購入費用は政府消費(中間投入)に、会場経費などワクチンの接種費用は政府消費(現物社会移転のうち現物社会給付)に計上されるとみられる。

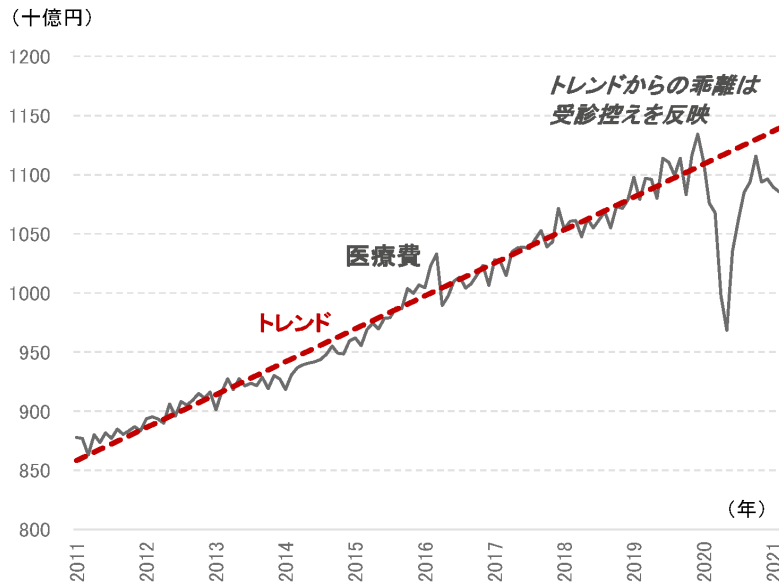
ただし、これらのうち(1)ワクチンの購入費用は、政府消費のみならず輸入にも同額だけ計上される。GDPにおいて輸入は控除項目であるため、両者の計上分は打ち消しあう。結局、ワクチン購入費用はGDPに影響しないことになる。GDPが国内総「生産」であることを思い返せば、この点は納得がいくだろう。

一方、(2)ワクチン接種に係る費用はGDPの押上げに寄与する。具体的な金額に基づいて述べると、ワクチン調達に措置された約7,700億円はGDPに影響しない(政府消費と輸入は同額だけ押上げる)が、ワクチン接種に措置された約7,300億円はその分だけGDPを押し上げることになる。

次に(3)医療の受診控えである。コロナ禍により、病院は感染リスクが相対的に高い

場所として認知されるようになった。実際、コロナの新規陽性者数が増加した時期には、医療受診が減少してきたことが分かる(図表 35)。この4-6月期には再び受診控えが発生しているとみられるが、ワクチン接種の広がりに伴って状況は緩和していくと考えられる。7-9月期以降、医療受診の回復が政府消費の押し上げ要因として作用するだろう。

図表 35: 医療費の推移



注: トレンドはコロナ前までのタイムトレンドを延伸したもの。

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

最後に、(4)Go To トラベル事業である。従来、我々はGo To トラベル事業が21年4月に再開されると想定していた。しかし、感染再拡大と緊急事態宣言発出により、Go To トラベル事業は再開不可能な状態にある。

事業再開の時期について、カギを握るのは感染抑制の状況である。実際、国土交通省の赤羽大臣は、感染状況が全国的にステージ2に収まることがGo To トラベル事業再開の大前提と述べている(3月16日記者会見)。この点を踏まえ、野村では、21年10月～22年3月を新たな事業実施時期と想定している。この時期までには、ワクチン接種の進展により感染抑制が明確になるだろうとの見込みが、この想定背景にある。

経済活動の本格的な再開を受けて、人々のレジャー需要は強まる可能性が高い。Go To トラベル事業も、旺盛な需要のもとで利用されるだろう。同事業には合計で2.7兆円ほどが計上されているが、現時点までに支出されたのは5,400億円程度とみられる。21年10-12月期～22年1-3月期にかけ、この残額予算が政府消費を大きく押し上げることになるだろう。

公共投資は徐々に減少へ、追加財政政策の策定有無が注目される

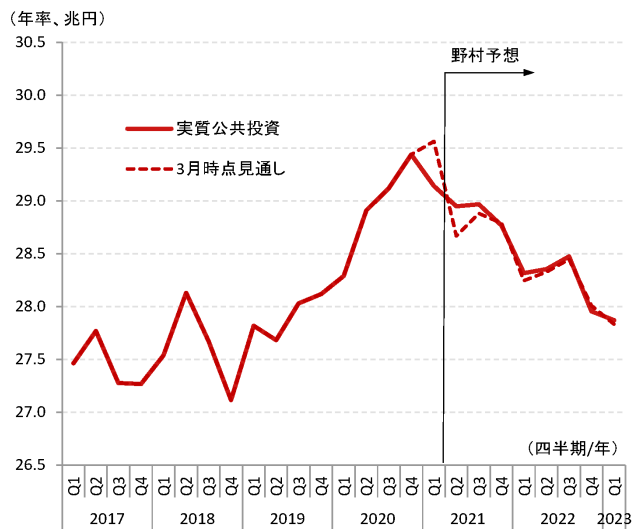
21年1-3月期の実質公共投資は、前期比-1.1%と減少した。公共投資が前期比マイナス成長となるのは、実に7四半期ぶりである。公共投資は19年度後半から大きく増加してきたが、ピークアウトの動きが見え始めたと評価できる。

公共投資がピークアウトし始めた背景は、19年度補正予算や20年度「臨時・特別の措置」の景気浮揚効果が薄まっていることである。野村では、21・22年度の補正予算について、それぞれ2兆円規模の公共事業予算が計上されると想定しているが、それでも公共投資全体は減少トレンドを免れない見込みだ(図表 36, 図表 37)。足元で原材料価格が上昇していることも、実質ベースで見た公共投資を押し下げる要因となる。

注目されるのは、追加的な財政出動の有無である。9月の自民党総裁任期や10月の衆院議員任期など、選挙を前にして政治サイドからは追加財政出動の機運が高まりやすい状況にある。ワクチン接種の進展が本格化する中で、経済活動再開を確かなものにするための財政支出が促される展開はあり得よう。国土強靱化のための加速化対策の追加支出などが期待される。

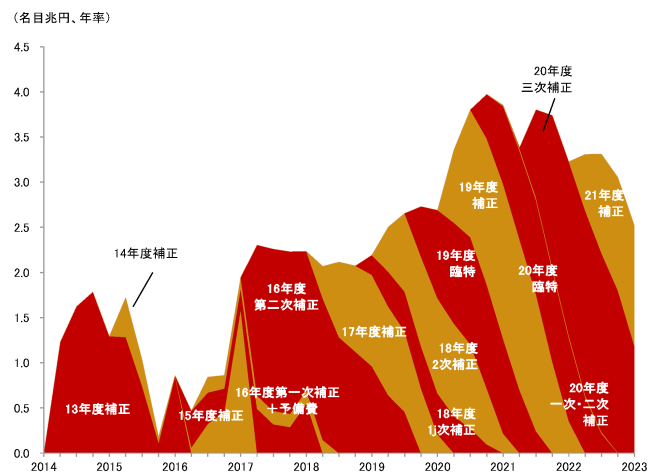
ただし、財政を巡る状況は引き続き厳しい。政府は「2025年度に国・地方のプライマリーバランス（基礎的財政収支＝PB）黒字化」「同時に債務残高対GDP比の安定的な引き下げ」を財政健全化目標として掲げてきた。このうち、短期の取り組みとしてより重要なのは、PBの黒字化である（図表 38、図表 39）。20年度のPBは、コロナ禍への対応でリーマンショック時を優に超える大幅な赤字となった。21年度にかけてはPB赤字がかなり縮小する見込みであるが、コロナ前の19年度比では赤字幅が大きい状態が続くようだ。追加的な財政支出をする場合にも、財政健全化目標との関係が意識されるだろう。その意味で、「骨太の方針」（例年6月に公表）や「中長期の経済財政に関する試算」（同じく7月）の内容には気を配っておきたい。

図表 36: 公共投資の推移



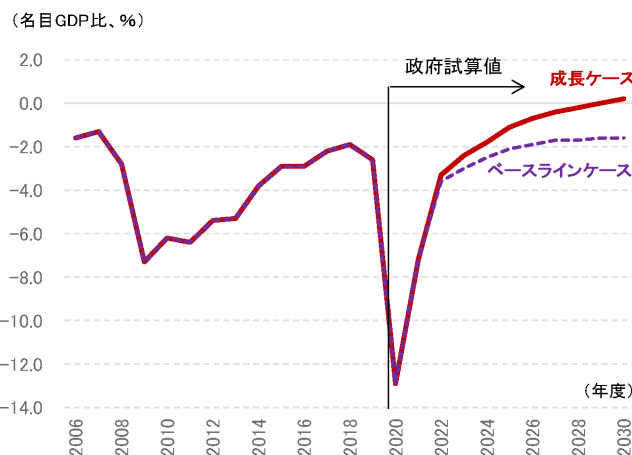
注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村

図表 37: 補正予算等による積み増し分



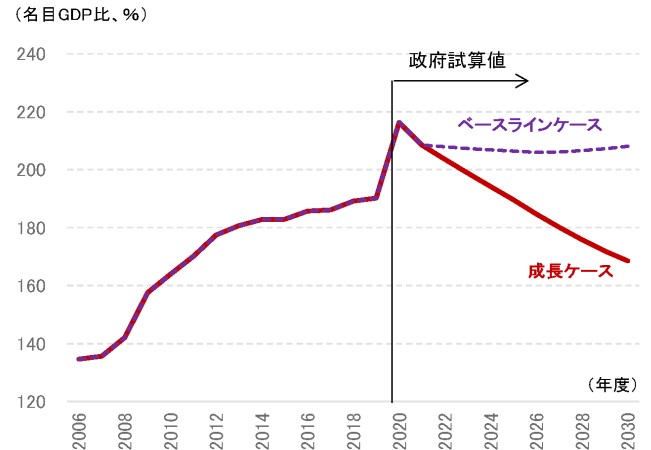
注: 補正予算等の追加的財政措置のうち、公共事業費に関する部分を抜き出し、独自の支出パターンに当てはめたもの。
出所: 財務省資料より野村作成

図表 38: プライマリーバランスの先行き



注: 2021年1月21日付の内閣府公表値。
出所: 内閣府資料より野村作成

図表 39: 公債残高対GDP比の先行き



注: 2021年1月21日公表の内閣府試算値。
出所: 内閣府資料より野村作成

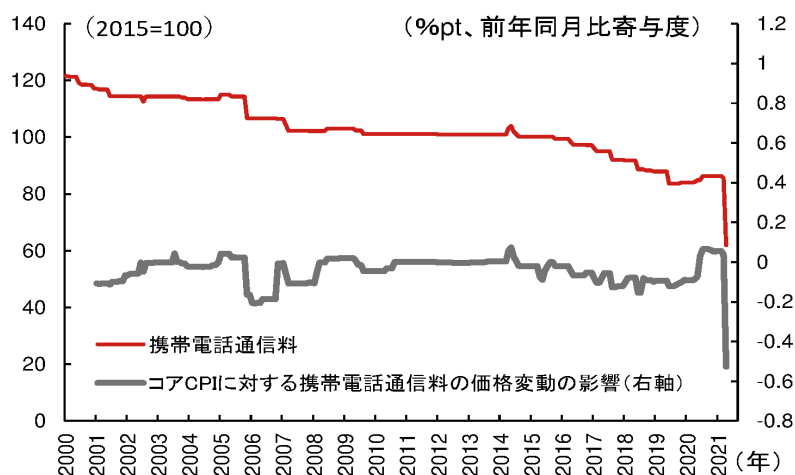
(10) 21年度のコアインフレ率見通しを上方修正

野村では今回、コアCPI(消費者物価指数:生鮮食品を除く総合)の予想を21年度については0.1%pt引き上げ+0.9%、22年度については前回と変わらず+0.9%とした。結果的に大きな変更ではないものの、実際にはいくつかの大きな環境変化がもたらす影響を考慮に入れており、それらが相殺し合った結果である。考慮したのは、1)携帯料金値下げの反映、2)原油価格の上昇、3)原油に限らない商品市況全般の上昇、4)企業の値下げ姿勢の弱さ、5)Go Toトラベルキャンペーン再開時期の想定変更、である。

1)携帯電話料金の反映

まず、携帯料金の値下げについては、オンライン申し込み型格安料金プラン(以下、オンライン専用プラン)の影響が大きい。オンライン専用プランとは、店舗での手続きが行えない、キャリアメールが使えない等、サービス内容が既存プランより絞られる代わりに低価格になるものである。野村ではこれまで、CPI作成の上では、サービス内容が異なるとの理由から、オンライン専用プランは大手3キャリアによる既存プランとは別物として認識されると想定し、物価見通しに反映させてこなかった。しかし、4月23日に総務省からオンライン専用プランを値下げとしてCPIに反映する旨の発表があり(4月23日付けブルームバーグ報道)、実際、4月の全国CPIでは携帯電話通信料が前年同月比-26.5%低下(図表 40)、コアCPIの前年同月比0.6%押し下げに寄与した。

図表 40: 消費者物価指数における携帯電話通信料の推移



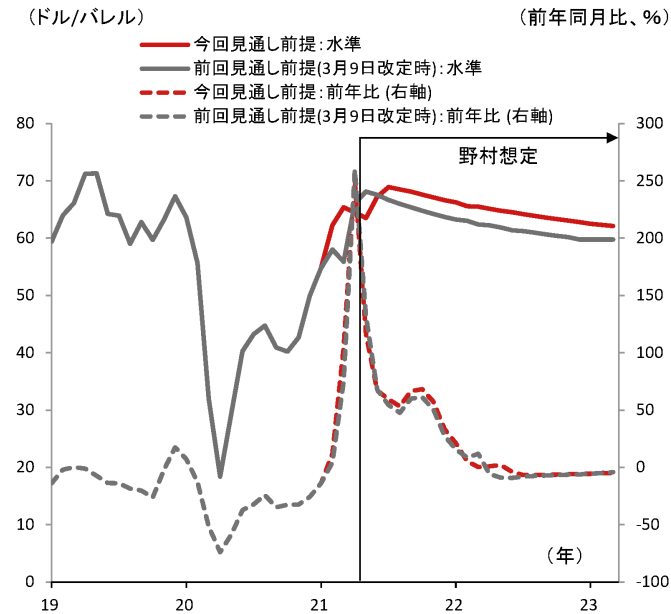
出所: 総務省資料より野村作成

大手3キャリアが昨年末以降発表した値下げは既に4月の結果に概ね反映されていると見られることから、野村では、5月以降に携帯電話通信料の前年同月比低下率がさらに大幅に拡大していく可能性は低いと見ている。それでもコアCPIインフレ率は、値下げがなかった場合に比べ1年間にわたって0.6%pt低い状態が続くことになる。このため、携帯電話料金の値下げは21年度のコアCPIインフレ率に対して前年比0.6%ptの下方修正要因となると考えられる。

2)原油価格の上昇

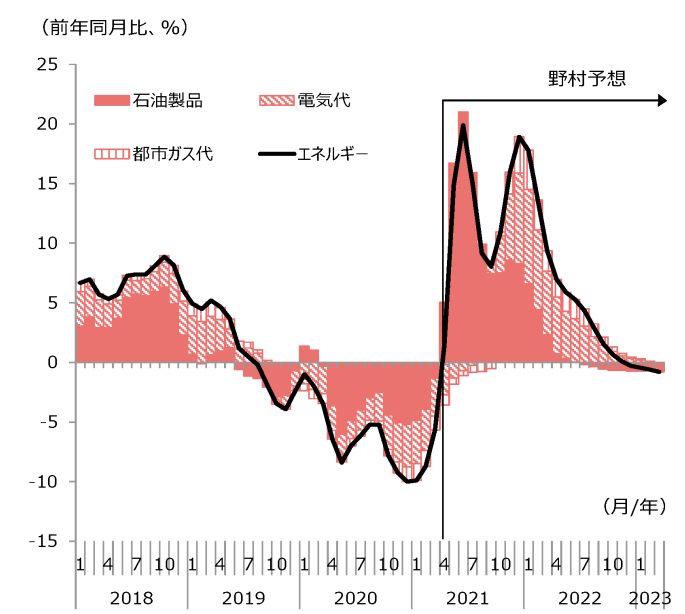
次に、今回の見直し改定では、最近の北海ブレント原油スポット価格の上昇を受けて、原油価格の先行き想定を上方修正させた(図表 41)。これはガソリンや電気代などのエネルギー価格の上昇を通じて(図表 42)、直接的に先行きコアCPIインフレ率の上方修正要因となる。

図表 41: 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 42: エネルギー品目の推移

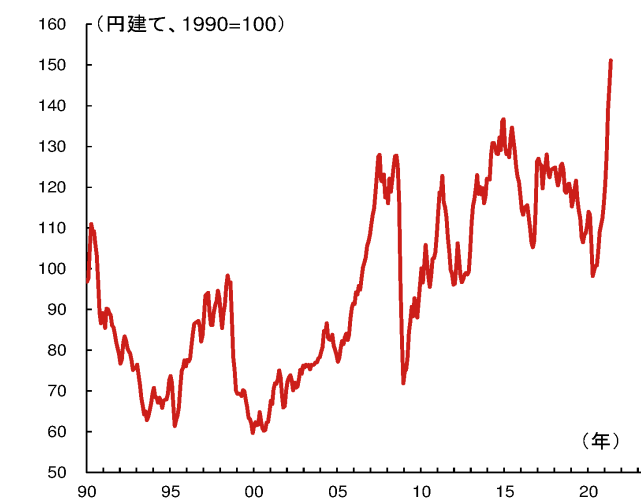


出所: 総務省資料より野村作成

3) 原油に限らない商品市況全般の上昇

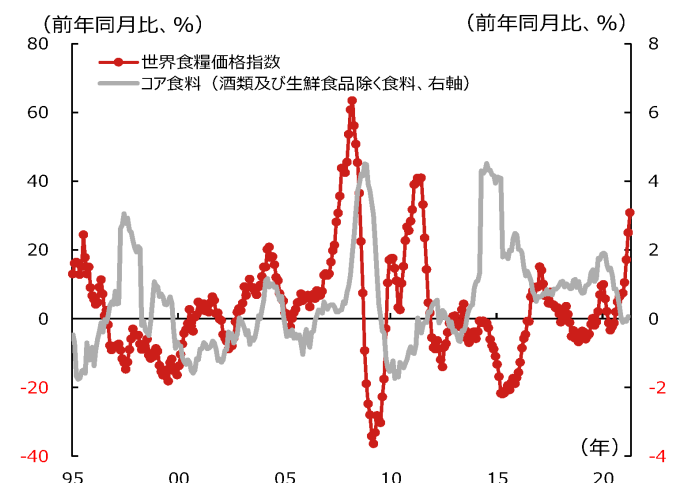
また、comdty BLS 商品価格指数(従来のCRB指数)の上昇に見られるように、金属や食料など、原油価格のみならず幅広い商品の価格が高騰している。comdty BLS商品価格指数を円建てで確認すると、直近1か月程度、同指数は急騰している(図表 43)。原燃料価格が高騰した場合、それを原燃料として用いる企業にとっては販売価格を引き上げなければ利益が圧縮されることになる。CPIにおいても、幅広い財に対してインフレ率押し上げ要因となろう。

図表 43: comdty 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

図表 44: コア食料物価(酒類及び生鮮食品除く食料)と世界食糧価格指数



出所: 総務省、国際連合食糧農業機関資料より野村作成

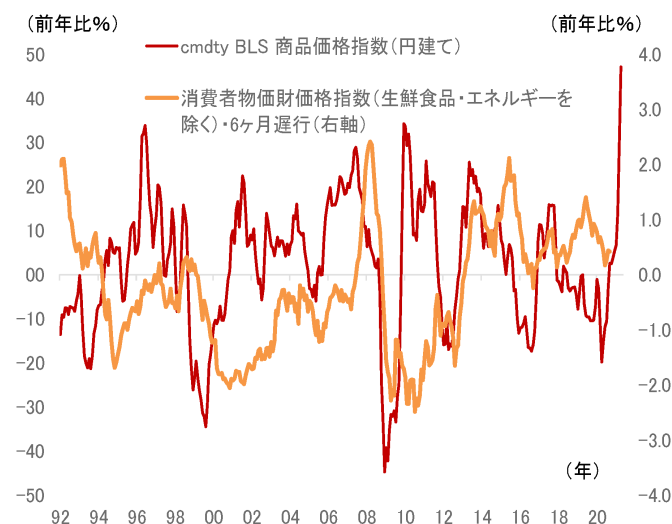
どの程度の価格転嫁が起こるのを見極めるのは難しい。CPIのエネルギーに含まれる品目は、原油価格の上昇が直接的に反映されるものであるため、エネルギー(及び

生鮮食品)を除いた財価格と円建てcmdty BLS 商品価格指数の前年比を比較すると、原料価格の上昇は半年程度の時間差をおいて明確に財価格に影響しているように見える(図表 45)。

もちろん、特定の金属や食料が、CPI財価格全般に値上げ圧力を与えるわけではないだろう。一方で、為替レートは多くの産業に共通の影響を与える。つまり、円建てcmdty BLS 商品価格指数と財価格の連動性は、主に為替レートと財価格の連動性によって生み出されているのであって、ドル建て商品価格そのものは国内CPIにそれほど影響しないかもしれない。cmdty BLS 商品価格指数だけが上昇した場合でも価格転嫁が起こるのかを確認するため、1) cmdty BLS 商品価格指数が前年比上昇、2)ドル円レートが前年比下落(円高)、3) cmdty BLS 商品価格指数×ドル円レートが前年比上昇、という3つの条件を満たしている期間に着目してみよう。すると、94～95年、02～04年、07～08年の経験は、財価格の前年比が1%pt強上昇したことを示唆しているようだ(図表 46)。

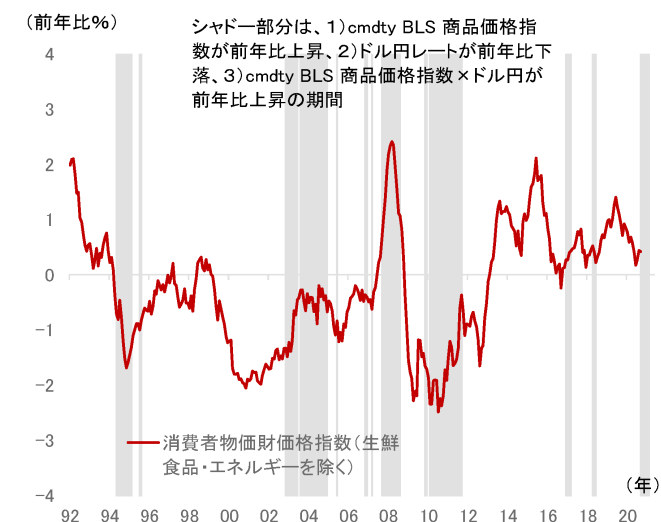
そこで、今回の経済見通し改定に当たっても、幅広い原燃料価格の上昇により、財価格(生鮮食品・エネルギーを除く)の水準が、それが無い場合に比べ1%強上昇すると仮定した。財とサービスのCPI構成比のウェイトは半々程度であるため、コアコア(食品(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合)CPIインフレ率に対する上昇寄与はその半分の0.6%pt程度と見込まれる。cmdty BLS 商品価格指数そのものの先行きを予想するのは困難であるが、簡単のため直近の値から横ばいと仮定すれば、CPIインフレ率は先行き1年程度にわたって押し上げられることになる。野村では、原油価格と食料価格上昇の影響についてはFAO(国際連合食糧農業機関)の公表する世界食糧価格指数の上昇を参考にして(図表 44)、合計で概ね0.3%pt分、別途考慮してきたため、差し引き0.3%ptが追加的な改定要因となり、それは主に21年度に反映されている。

図表 45: cmdty BLS商品価格指数と消費者物価財価格(生鮮食品・エネルギーを除く)



出所: Barchart、ブルームバーグ、総務省資料より野村作成

図表 46: 消費者物価財価格(生鮮食品・エネルギーを除く)の推移



注: 消費税の影響は独自に調整
出所: 総務省資料より野村作成

4) 企業の値下げ姿勢の弱さ

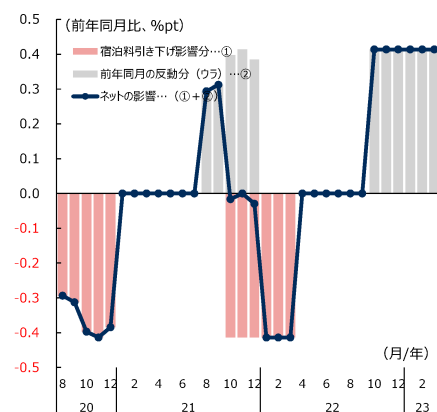
野村では、3月9日時点の予想において、21年1-3月期のコアインフレ率は-0.5%になると予想していたが、実際には-0.4%となった。コロナ禍での需要減少が、野村の想定していたほど積極的な値下げ行動に繋がっていないことがその理由であったと見ている。感染リスクがある以上、価格を引き下げても販売が伸びるか不透明であることが、

値下げが拡がらない一つの背景であろう。今回の野村の物価見通し改定では、先行きについてもこれまで予想していたよりも値下げ幅が限定的となると判断し、上方修正要因の一つとなっている。

5) Go To トラベルの再開時期

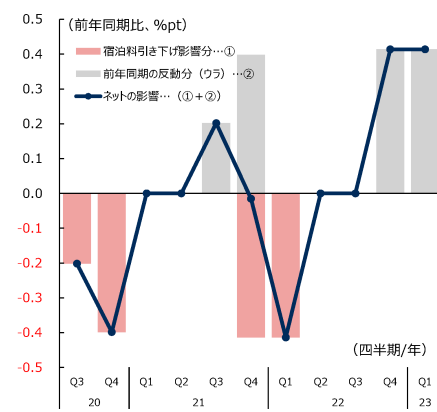
現在、一時停止の措置が講じられているGo Toトラベルキャンペーンは、再開されれば宿泊料の低下を通じてコアCPIインフレ率を前年比0.4%pt押し下げる効果を持つとみられる。野村では、同キャンペーンがコロナ禍・コロナ後の経済支援の目玉政策の一つであることや、既にこのために確保した政府予算が残存していることから、コロナの感染拡大が収束すれば再開されると見込んでいる。今回の経済見通し改定に伴い、野村では同キャンペーンは21年10月1日に再開、22年3月末に終了するとの想定を置いた。前回見通し(3月9日時点)では21年4月1日に再開、21年9月末までとしていたため、ちょうど半年後ずれした形である。ただし、21年度内での想定変更であるため、年度のコアCPIインフレ率の予測値に対する影響はない。なお、[図表 47](#)、[図表 48](#)、[図表 49](#)に示す通り、同キャンペーン実施期間の1年後には、その反動(ウラ)としてコアCPIインフレ率が押し上げられることにも注意したい。

図表 47: Go To トラベルキャンペーンのコアCPIへの制度的な影響(月次)



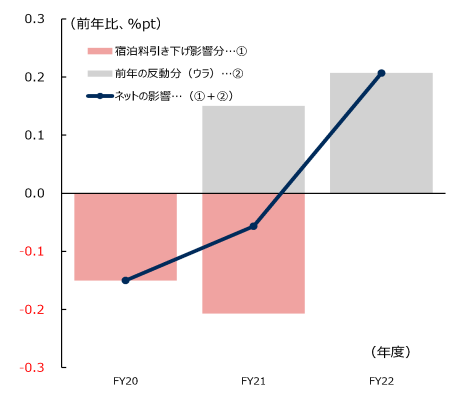
注: 21年4月分までは実績。21年1-3月分は全国的に一時停止、10月分から再開した後、22年3月分まで延長されとの野村想定に基づく。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 48: Go To トラベルキャンペーンのコアCPIへの制度的な影響(四半期)



注: 20年1-3月期分までは実績。21年1-3月分は全国的に一時停止、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への制度的な影響(年度)



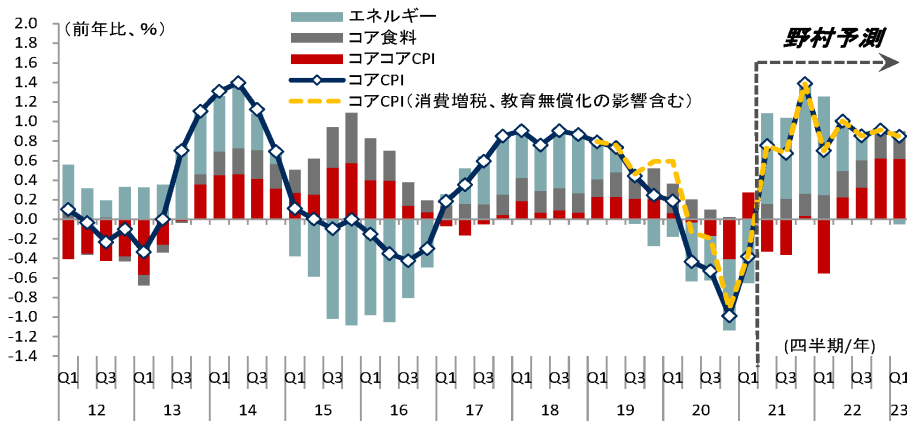
注: 20年度は実績。21年1-3月分は全国的に一時停止、10月分から再開した後、22年3月分まで延長されとの野村想定に基づく。
出所: 総務省資料より野村作成

21年度のコアインフレ率を前年比0.1%pt上方修正、22年度は不変

携帯電話料金値下げの影響は大きいものの、原油を含む原燃料価格の上昇に加え、企業の値下げ姿勢が想定より弱いことを反映し、野村では21年度のコアCPIインフレ率を前回見通し(21年3月9日時点)から0.1%pt上方修正した。22年度については、原燃料市況上昇の影響が上方修正要因としてあるものの、野村では21年度のコアCPI見通しを下方修正しており、それがラグ(時間差)を伴って22年度のコアインフレ率に対して下方修正要因となることから、22年度のコアインフレ率は前回見通し比不変となった。

見通し改定後の21、22年度のコアインフレ率の予測値はともに前年比+0.9%である。単月、四半期で見れば一時的に1%半ばまで高まる時期もあると見込まれるものの、均して見れば1%弱と、依然として日本の物価上昇率は低い状況が続くと見込まれよう([図表 50](#))。

図表 50: コアCPIインフレ率の見通し



注: 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

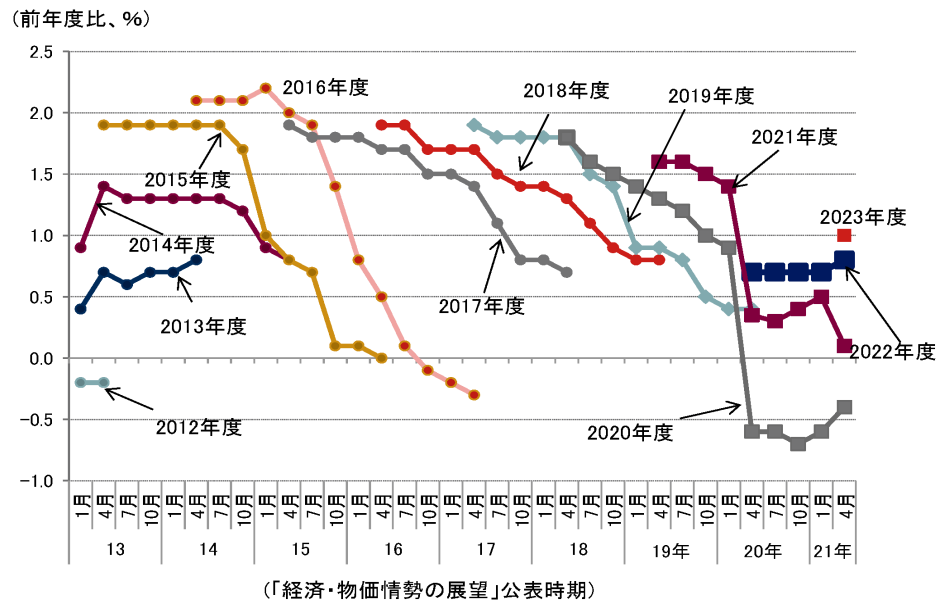
(11) 政策「点検」後も現行金融政策は維持

低インフレ持続との見方を共有する日本銀行

コロナ禍からの経済活動再開と経済回復期待の強まりは、世界的にはインフレ加速への期待と懸念を高めている。一方、日本の物価環境はそれとは一線を画すものになるとの見方が一般的であり、[前項](#)で示した野村の予想も概ねそうした見方と一致している。

21年3月の金融政策決定会合において日本銀行が実施した「より効果的で持続的な金融緩和を実施するための点検(以下、点検)」も、2%の物価安定目標達成までにかかなりの時間を要することを前提に、現行の金融緩和を長期的に持続可能なものにするとの問題意識で行われた。21年4月の「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」において初めて公表された23年度見通しにおいてコアCPI(消費者物価指数: 生鮮食品を除く総合)前年比上昇率の中心見通しが+1.0%と、物価安定目標未達を示唆するものとなるなど、日本経済におけるインフレ加速の可能性が低いとの見方は、日銀においても共有されていると考えられる(図表 51)。

図表 51: 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

政策「点検」の意義

「点検」を受けて決定された金融政策の修正点は、金融緩和長期化の副作用に配慮しつつ、緩和的金融環境を維持する姿勢と金融緩和強化余地の存在を改めてアピールしたことに、その特徴があったと考えられる。点検を受けて実施された金融政策運営の主な修正点は以下の3点であった;

- ・短期政策金利の絶対値を基準に、金融機関に対する資金供給オペレーションの残高に応じてインセンティブ(誘因)付利を行う「貸出促進付利制度」を創設。
- ・長期金利変動幅を長期政策金利(誘導目標)±0.25%ポイント程度と明確化。同時に、金利上限を強力に画するための「連続指値オペ制度」を導入。
- ・ETF(株価指数連動型上場投資信託)、J-REIT(不動産投資信託)につき、感染症対応で引き上げた年間増加ペースの上限(各約12兆円、約1,800億円)を感染症収束後も継続し「思い切った買入れ」実施の余地を残す一方で、各約6兆円、約900億円の原則的買入れ方針は削除。ETFは、TOPIX(東証株価指数)連動型のみを買入れ対象とする。

「点検」後の金融政策修正を評価する上で重要なのは、これらが「金融緩和強化余地の存在をアピール」するものではあっても、現実には追加金融緩和実施の可能性を高めたとは必ずしも言えない点であろう。穿った見方をすると、日銀が「点検」に込めた重要な狙いは、今後、金融緩和が長期化することを前提に、「いざとなればさらなる政策の緩和が可能である」と示すこと自体が、金融市場に対する牽制効果を通じて現実の追加緩和の必要性を低下させる点にあったと評価できるからである。

日銀は潜在的に円安効果を期待

以上のような評価に立脚した場合、低インフレ環境継続の下にあっても、日銀金融政策は基本的に現状維持が継続されると予想するのが妥当であろう。日本以外の国・地域でのインフレ加速予想とそれに基づく金利上昇期待が根強い下では、日銀がこうした姿勢を堅持することが内外金利差拡大を通じた円為替レート下落(円安)に結び付きやすく、自ずと金融緩和を補強する効果を生じやすいという図式も、潜在的には日銀の念頭に置かれている可能性がある。

経済見通し

(12) 日本経済見通し

図表 52: 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)

	20年		21年		22年				23年		
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	283037.1	289175.2	285155.7	281990.4	288578.9	295538.1	299991.9	301971.7	303270.2	304182.9	304818.8
(前期比 %)	5.1	2.2	-1.4	-1.1	2.3	2.4	1.5	0.7	0.4	0.3	0.2
(前年同期比 %)	-7.4	-2.5	-3.0	4.7	2.0	2.2	5.2	7.1	5.1	2.9	1.6
民間住宅投資	18619.2	18631.8	18836.7	19037.4	19261.5	19483.8	19689.0	19462.3	19130.6	18748.1	18370.4
(前期比 %)	-5.7	0.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	-1.2	-1.7	-2.0	-2.0
(前年同期比 %)	-10.4	-8.6	-4.1	-3.6	3.4	4.6	4.5	2.2	-0.7	-3.8	-6.7
民間企業設備投資	82324.8	85862.9	84667.4	85215.0	87960.7	91370.4	93908.5	96062.1	97618.1	98837.3	99993.7
(前期比 %)	-2.1	4.3	-1.4	0.6	3.2	3.9	2.8	2.3	1.6	1.2	1.2
(前年同期比 %)	-10.9	-3.1	-5.3	1.4	6.8	6.4	10.9	12.7	11.0	8.2	6.5
民間在庫投資	1791.6	-979.1	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3	525.3
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.2	-0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	114572.0	116602.6	114526.8	115763.4	116333.6	119076.1	118507.4	114525.8	114832.5	115156.2	115484.7
(前期比 %)	2.9	1.8	-1.8	1.1	0.5	2.4	-0.5	-3.4	0.3	0.3	0.3
(前年同期比 %)	3.3	4.8	2.8	3.9	1.5	2.1	3.5	-1.1	-1.3	-3.3	-2.6
公的固定資本投資	29112.9	29446.2	29133.5	28940.8	28960.0	28760.8	28310.4	28348.7	28466.9	27948.7	27864.0
(前期比 %)	0.7	1.1	-1.1	-0.7	0.1	-0.7	-1.6	0.1	0.4	-1.8	-0.3
(前年同期比 %)	3.8	5.0	2.7	0.1	-0.5	-2.3	-2.8	-2.0	-1.7	-2.8	-1.6
公的在庫投資	-0.2	-43.7	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
(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	-3060.0	2831.6	1351.3	1613.7	1621.3	2016.8	3255.6	5084.0	6071.8	6882.7	7447.6
(前期比寄与度 %ポイント)	2.6	1.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
輸出	87664.6	97921.9	100207.0	102705.8	105524.7	108910.1	110908.4	113519.3	115803.8	117597.3	119008.5
(前期比 %)	7.3	11.7	2.3	2.5	2.7	3.2	1.8	2.4	2.0	1.5	1.2
(前年同期比 %)	-15.2	-5.6	1.0	25.7	20.4	11.2	10.7	10.5	9.7	8.0	7.3
輸入	90724.6	95090.3	98855.8	101092.2	103903.4	106893.3	107652.7	108435.3	109732.0	110714.7	111560.9
(前期比 %)	-8.2	4.8	4.0	2.3	2.8	2.9	0.7	0.7	1.2	0.9	0.8
(前年同期比 %)	-14.0	-7.2	-0.8	2.3	14.5	12.4	8.9	7.3	5.6	3.6	3.6
実質国内総生産	526676.4	541378.5	534274.5	533156.6	543305.5	556829.8	564241.3	566028.4	569959.9	572321.7	574541.6
(前期比 %)	5.3	2.8	-1.3	-0.2	1.9	2.5	1.3	0.3	0.7	0.4	0.4
(前期比年率)	22.9	11.6	-5.1	-0.8	7.8	10.3	5.4	1.3	2.8	1.7	1.6
(前年同期比 %)	-5.6	-1.1	-1.9	6.6	3.2	2.9	5.6	6.2	4.9	2.8	1.8
GDPデフレーター	102.2	101.9	101.5	101.8	101.5	101.8	101.7	102.5	102.2	102.5	102.3
(前年同期比 %)	1.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.7	-0.1	0.2	0.6	0.6	0.7	0.6
鉱工業生産(2010年=100)	88.8	93.9	96.7	98.9	101.2	103.8	105.7	107.4	108.9	110.0	111.0
(前期比 %)	9.0	5.7	3.0	2.3	2.3	2.7	1.8	1.7	1.4	1.0	1.0
(前年同期比 %)	-13.0	-3.5	-0.8	21.4	13.9	10.6	9.3	8.6	7.6	5.9	5.0
完全失業率 (%)	3.0	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。2. 2021年1-3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 53: 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)

	18年度	19年度	20年度	21年度 (予)	22年度 (予)	18暦年	19暦年	20暦年	21暦年 (予)	22暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	302643.7 0.1	299744.1 -1.0	281725.6 -6.0	291548.7 3.5	303550.6 4.1	302750.1 0.3	301860.8 -0.3	283889.4 -6.0	287854.2 1.4	302348.6 5.0
民間住宅投資 (前年比 %)	19892.9 -4.9	20396.5 2.5	18942.9 -7.1	19371.6 2.3	18921.6 -2.3	19829.9 -6.4	20597.8 3.9	19141.2 -7.1	19160.9 0.1	19247.5 0.5
民間企業設備投資 (前年比 %)	91065.4 1.0	90510.0 -0.6	84249.0 -6.9	89847.0 6.6	98235.1 9.3	90993.9 1.7	91051.4 0.1	85592.3 -6.0	87248.6 1.9	96524.0 10.6
民間在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	2402.6 0.1	2181.1 0.0	1038.1 -0.2	514.2 -0.1	514.2 0.0	2062.1 0.1	2306.8 0.0	1521.0 -0.1	514.2 -0.2	514.2 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	108685.8 1.1	110847.0 2.0	114246.0 3.1	117399.8 2.8	114977.5 -2.1	108435.0 1.0	110475.0 1.9	113454.5 2.7	116401.3 2.6	115735.7 -0.6
公的固定資本投資 (前年比 %)	27615.0 0.8	28040.5 1.5	29155.7 4.0	28703.7 -1.6	28114.9 -2.1	27567.6 0.6	27934.0 1.3	28942.8 3.6	28935.6 0.0	28240.6 -2.4
公的在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	-70.6 0.0	-9.8 0.0	-15.7 0.0	5.8 0.0	5.8 0.0	-11.2 0.0	-58.3 0.0	-5.0 0.0	5.8 0.0	5.8 0.0
純輸出 <前年比寄与度 %ポイント>	2286.8 -0.2	-198.8 -0.4	-3889.7 -0.6	2148.7 1.1	6401.2 0.8	2875.6 0.0	325.0 -0.4	-4332.1 -0.8	1664.6 1.1	5349.4 0.7
輸出 (前年比 %)	105000.9 2.0	102681.6 -2.2	91957.5 -10.4	107036.1 16.4	116493.1 8.8	105465.2 3.8	103927.4 -1.5	91720.8 -11.7	104359.9 13.8	114467.4 9.7
輸入 (前年比 %)	102714.2 3.0	102880.3 0.2	95847.2 -6.8	104887.3 9.4	110091.8 5.0	102589.6 3.8	103602.4 1.0	96052.9 -7.3	102695.3 6.9	109118.0 6.3
実質国内総生産 (前年比 %)	554347.8 0.2	551471.4 -0.5	525852.4 -4.6	549517.7 4.5	570720.1 3.9	554300.5 0.6	554374.1 0.0	528511.5 -4.7	541966.2 2.5	568124.5 4.8
GDPデフレーター (前年比 %)	100.4 -0.1	101.2 0.9	101.9 0.6	101.7 -0.2	102.4 0.6	100.3 0.0	101.0 0.6	101.9 0.9	101.7 -0.2	102.2 0.5
鉱工業生産 (2015年=100) (前年比 %)	103.8 0.3	99.9 -3.8	90.4 -9.5	102.4 13.3	109.3 6.8	104.2 1.1	101.1 -3.0	90.6 -10.4	100.2 10.5	108.0 7.8
完全失業率 (%)	2.4	2.3	2.9	2.6	2.3	2.4	2.4	2.8	2.7	2.4

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 54: 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)

	20年		21年		22年				23年		
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	287675.9	292855.5	289440.1	287800.9	294039.1	301813.7	306416.6	310939.4	311208.3	312996.4	313523.4
(前期比 %)	5.1	1.8	-1.2	-0.6	2.2	2.6	1.5	1.5	0.1	0.6	0.2
(前年同期比 %)	-6.9	-3.1	-3.3	5.2	2.2	3.1	5.9	8.0	5.8	3.7	2.3
民間住宅投資	19624.0	19581.2	19985.0	20400.3	20465.5	20754.6	20987.2	20823.2	20432.2	20044.1	19629.1
(前期比 %)	-5.0	-0.2	2.1	2.1	0.3	1.4	1.1	-0.8	-1.9	-1.9	-2.1
(前年同期比 %)	-9.3	-9.3	-3.8	-1.3	4.3	6.0	5.0	2.1	-0.2	-3.4	-6.5
民間企業設備投資	82903.2	86064.3	85572.6	86240.4	89007.7	93032.3	94971.3	97631.9	98981.2	101012.7	101340.0
(前期比 %)	-1.9	3.8	-0.6	0.8	3.2	4.5	2.1	2.8	1.4	2.1	0.3
(前年同期比 %)	-11.2	-4.0	-5.6	2.1	7.4	8.1	11.0	13.2	11.2	8.6	6.7
民間在庫投資	1538.3	-847.9	439.0	543.6	543.6	543.6	543.6	543.6	543.6	543.6	543.6
(前期比寄与度 %ポイント)	0.0	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	115112.3	116460.6	114941.4	116897.4	117308.7	120376.8	119853.1	116794.4	116735.8	117413.5	117730.1
(前期比 %)	3.5	1.2	-1.3	1.7	0.4	2.6	-0.4	-2.6	-0.1	0.6	0.3
(前年同期比 %)	3.2	3.5	2.2	5.1	1.9	3.4	4.3	-0.1	-0.5	-2.5	-1.8
公的固定資本投資	30459.1	30763.0	30626.8	30508.6	30586.1	30625.1	30002.3	30252.3	30368.2	30111.5	29829.3
(前期比 %)	1.1	1.0	-0.4	-0.4	0.3	0.1	-2.0	0.8	0.4	-0.8	-0.9
(前年同期比 %)	4.8	4.6	3.1	1.3	0.4	-0.4	-2.0	-0.8	-0.7	-1.7	-0.6
公的在庫投資	19.7	-13.4	38.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
(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	1082.4	6562.8	1413.7	459.6	-314.1	-105.7	1114.6	2935.1	3961.5	4703.5	5163.5
(前期比寄与度 %ポイント)	2.4	1.0	-0.9	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
輸出	80501.9	89539.6	93437.1	97875.5	101530.8	104669.9	106423.5	108769.6	110801.1	112361.4	113557.8
(前期比 %)	10.1	11.2	4.4	4.8	3.7	3.1	1.7	2.2	1.9	1.4	1.1
(前年同期比 %)	-16.4	-7.3	1.7	33.8	26.1	16.9	13.9	11.1	9.1	7.3	6.7
輸入	79419.5	82976.9	92023.4	97415.8	101844.9	104775.6	105308.9	105834.5	106839.6	107658.0	108394.4
(前期比 %)	-6.0	4.5	10.9	5.9	4.5	2.9	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
(前年同期比 %)	-20.6	-14.1	-2.0	15.3	28.2	26.3	14.4	8.6	4.9	2.8	2.9
名目国内総生産	538414.9	551426.1	542456.9	542857.2	551643.0	567047.0	573895.3	579926.3	582237.1	586831.7	587765.3
(前期比 %)	5.5	2.4	-1.6	0.1	1.6	2.8	1.2	1.1	0.4	0.8	0.2
(前期比年率)	24.1	10.0	-6.3	0.3	6.6	11.6	4.9	4.3	1.6	3.2	0.6
(前年同期比 %)	-4.5	-0.8	-2.1	6.4	2.5	2.7	6.0	6.6	5.7	3.3	2.6
国内企業物価(2010年=100)	100.2	100.0	101.5	103.0	101.6	101.9	102.0	102.4	102.2	102.2	102.2
(前期比 %)	0.9	-0.2	1.5	1.5	-1.4	0.3	0.1	0.4	-0.2	0.1	-0.1
(前年同期比 %)	-0.8	-2.1	-0.3	3.7	1.4	1.9	0.5	-0.6	0.6	0.3	0.1
消費者物価指数(総合)(2015年=100)	101.9	101.3	101.7	102.4	102.2	102.5	102.5	103.5	103.1	103.4	103.4
(前期比)	0.0	-0.6	0.5	0.7	-0.2	0.3	0.0	1.0	-0.4	0.3	0.0
(前年同期比)	0.2	-0.9	-0.4	0.6	0.2	1.3	0.7	1.1	0.9	0.9	0.9
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)(2015年=100)	101.4	101.1	101.7	102.3	102.2	102.5	102.5	103.3	103.0	103.4	103.3
(前期比 %)	0.0	-0.3	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.0	0.8	-0.3	0.3	0.0
(前年同期比 %)	-0.2	-0.9	-0.4	0.8	0.7	1.4	0.7	1.0	0.9	0.9	0.8
同(消費増税、教育無償化の影響除く)(2015年=100)	101.0	100.6	101.2	101.9	101.7	102.0	102.0	102.9	102.6	102.9	102.9
(前期比 %)	0.0	-0.3	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.0	0.8	-0.3	0.3	0.0
(前年同期比 %)	-0.5	-1.0	-0.4	0.8	0.7	1.4	0.7	1.0	0.9	0.9	0.8

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1-3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 55: 名目国内総支出・物価(年度・暦年)

(単位:10億円)

	18年度	19年度	20年度	21年度 (予)	22年度 (予)	18暦年	19暦年	20暦年	21暦年 (予)	22暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	305085.7 0.7	304197.0 -0.3	285938.9 -6.0	297509.9 4.0	312126.9 4.9	305032.7 1.0	305618.4 0.2	288392.1 -5.6	293302.3 1.7	310365.5 5.8
民間住宅投資 (前年比 %)	20530.7 -3.4	21381.7 4.1	19946.8 -6.7	20654.1 3.5	20224.8 -2.1	20411.1 -4.9	21461.8 5.1	20143.6 -6.1	20406.5 1.3	20560.4 0.8
民間企業設備投資 (前年比 %)	91765.1 1.8	91550.2 -0.2	84788.6 -7.4	91047.9 7.4	99842.1 9.7	91475.7 2.5	91983.1 0.6	86208.9 -6.3	88408.7 2.6	98053.8 10.9
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	2375.2 0.1	2105.9 0.0	616.1 -0.3	548.4 0.0	548.4 0.0	2054.8 0.2	2171.9 0.0	1118.5 -0.2	522.2 -0.1	548.4 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	109099.0 1.3	111714.7 2.4	114370.0 2.4	118586.7 3.7	117136.9 -1.2	108905.2 1.4	111268.1 2.2	113788.1 2.3	117430.6 3.2	117636.6 0.2
公的固定資本投資 (前年比 %)	28383.9 2.5	29258.5 3.1	30524.3 4.3	30417.2 -0.4	30121.3 -1.0	28211.9 2.2	28989.5 2.8	30264.5 4.4	30593.4 1.1	30170.1 -1.4
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-71.3 0.0	-5.5 0.0	7.6 0.0	1.2 0.0	1.2 0.0	-12.9 0.0	-51.7 0.0	9.6 0.0	1.2 0.0	1.2 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	-749.2 -0.9	-1937.7 -0.2	-471.1 0.3	317.3 0.1	4224.0 0.7	111.1 -0.7	-1614.5 -0.3	-1328.7 0.1	356.5 0.3	3201.0 0.5
輸出 (前年比 %)	101161.2 2.5	95728.9 -5.4	84221.7 -12.0	102638.0 21.9	111368.9 8.5	101946.5 4.8	97431.1 -4.4	83829.1 -14.0	99383.4 18.6	109580.9 10.3
輸入 (前年比 %)	101910.4 7.7	97666.6 -4.2	84692.8 -13.3	102320.7 20.8	107144.9 4.7	101835.4 9.4	99045.6 -2.7	85157.8 -14.0	99027.0 16.3	106380.0 7.4
名目国内総生産 (前年比 %)	556419.1 0.1	558264.8 0.3	535721.2 -4.0	559082.7 4.4	584225.6 4.5	556189.6 0.6	559826.7 0.7	538596.4 -3.8	551021.4 2.3	580536.9 5.4
国内企業物価(2010年=100) (前年比 %)	101.5 2.2	101.6 0.1	100.3 -1.4	102.1 1.9	102.2 0.1	101.3 2.6	101.5 0.2	100.3 -1.2	102.0 1.7	102.2 0.2
消費者物価指数(総合)(2015年=100) (前年比 %)	101.4 0.7	102.0 0.5	101.7 -0.2	102.4 0.7	103.4 0.9	101.3 1.0	101.8 0.5	101.8 0.0	102.2 0.4	103.2 0.9
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2015年=100) (前年比 %)	101.2 0.8	101.8 0.6	101.4 -0.4	102.3 0.9	103.3 0.9	101.0 0.9	101.7 0.6	101.5 -0.2	102.2 0.6	103.0 0.9
同(消費増税の影響除く) (2015年=100) (前年比 %)	101.2 0.8	101.7 0.4	101.1 -0.6	102.0 0.9	102.9 0.9	101.0 0.9	101.6 0.6	101.2 -0.4	101.8 0.6	102.7 0.9

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 56: 国際収支

(単位: 億円)

	2020年 4-6月	7-9月	10-12月	2021年 1-3月	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	2022年 1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	2023年 1-3月 (予)
[原系列]												
経常収支	14,232	52,844	52,848	62,113	36,398	60,094	37,667	62,489	50,038	74,094	52,230	75,830
貿易・サービス収支	-27,944	5,112	16,814	7,735	-3,482	6,144	3,528	7,571	7,372	18,280	16,510	19,784
貿易収支	-14,566	14,614	25,227	13,771	8,545	11,625	10,094	9,343	15,334	21,490	20,598	19,705
輸出	139,991	163,251	189,495	190,488	189,991	201,906	220,742	211,421	209,445	217,063	232,202	222,327
(前年比)	(-24.9%)	(-12.8%)	(-1.7%)	(5.3%)	(35.7%)	(23.7%)	(16.5%)	(11.0%)	(10.2%)	(7.5%)	(5.2%)	(5.2%)
輸入	154,557	148,637	164,268	176,717	181,446	190,280	210,648	202,078	194,111	195,573	211,604	202,621
(前年比)	(-17.6%)	(-21.2%)	(-13.7%)	(0.3%)	(17.4%)	(28.0%)	(28.2%)	(14.4%)	(7.0%)	(2.8%)	(0.5%)	(0.3%)
サービス収支	-13,378	-9,503	-8,412	-6,037	-12,027	-5,482	-6,566	-1,772	-7,962	-3,210	-4,088	79
第一次所得収支	45,592	58,565	42,236	61,405	43,964	58,757	37,867	59,877	44,828	60,171	38,996	60,554
第二次所得収支	-3,415	-10,833	-6,201	-7,026	-4,085	-4,807	-3,728	-4,959	-2,161	-4,356	-3,277	-4,508
資本移転等収支	-216	-570	-345	-965	-524	-601	-609	-675	-602	-622	-627	-631
金融収支	15,875	51,340	36,951	48,842	35,874	59,493	37,059	61,815	49,436	73,472	51,603	75,199
(うち外貨準備)	8,227	-3,232	-437	8,246	3,335	3,495	3,865	3,357	2,661	3,503	4,066	3,469
誤差脱漏	1,858	-933	-15,552	-12,306	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	21,843	41,113	64,101	50,523	45,338	44,584	45,607	49,059	54,210	56,959	59,009	60,140
貿易・サービス収支	-24,638	1,997	16,362	4,767	1,153	-749	-236	2,764	7,239	9,762	11,586	12,717
貿易収支	-14,721	12,293	24,360	14,395	9,257	8,578	10,019	10,031	16,311	18,459	20,036	20,436
輸出	144,875	164,975	180,664	191,242	196,620	204,038	210,455	212,258	216,752	219,355	221,381	223,207
(前期比)	(-20.2%)	(13.9%)	(9.5%)	(5.9%)	(2.8%)	(3.8%)	(3.1%)	(0.9%)	(2.1%)	(1.2%)	(0.9%)	(0.8%)
輸入	159,597	152,683	156,304	176,847	187,363	195,460	200,436	202,227	200,440	200,897	201,345	202,770
(前期比)	(-9.1%)	(-4.3%)	(2.4%)	(13.1%)	(5.9%)	(4.3%)	(2.5%)	(0.9%)	(-0.9%)	(0.2%)	(0.2%)	(0.7%)
サービス収支	-9,917	-10,295	-7,998	-9,628	-8,566	-6,274	-6,152	-5,363	-4,501	-4,002	-3,674	-3,512
第一次所得収支	51,480	49,336	54,407	52,018	49,852	49,528	50,038	50,490	50,716	50,942	51,167	51,167
第二次所得収支	-4,998	-10,221	-6,668	-6,262	-5,668	-4,195	-4,195	-4,195	-3,744	-3,744	-3,744	-3,744

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度 (予)	2022年度 (予)	2017暦年	2018暦年	2019暦年	2020暦年	2021暦年 (予)	2022暦年 (予)
経常収支	223,995	193,980	189,273	182,037	196,648	252,192	227,779	195,047	192,732	175,347	196,272	238,851
(ドル建て: 億ドル)	2,025	1,754	1,743	1,722	1,796	2,259	2,032	1,773	1,768	1,645	1,817	2,147
(対名目GDP比)	(4.0%)	(3.5%)	(3.4%)	(3.4%)	(3.5%)	(4.3%)	(4.1%)	(3.5%)	(3.5%)	(3.3%)	(3.6%)	(4.1%)
貿易・サービス収支	40,397	-6,515	-12,332	1,717	13,761	61,946	42,206	1,052	-9,318	-7,250	13,924	49,733
貿易収支	45,338	5,658	4,839	39,046	39,607	77,128	49,113	11,264	1,503	30,106	44,035	66,766
輸出	782,800	802,487	747,478	683,225	824,061	881,037	772,535	812,263	757,751	673,701	803,127	870,131
(前年比)	(10.6%)	(2.5%)	(-6.9%)	(-8.6%)	(20.6%)	(6.9%)	(11.8%)	(5.1%)	(-6.7%)	(-11.1%)	(19.2%)	(8.3%)
輸入	737,463	796,829	742,640	644,179	784,453	803,909	723,422	800,998	756,250	643,595	759,092	803,366
(前年比)	(13.4%)	(8.1%)	(-6.8%)	(-13.3%)	(21.8%)	(2.5%)	(13.8%)	(10.7%)	(-5.6%)	(-14.9%)	(17.9%)	(5.8%)
サービス収支	-4,942	-12,172	-17,172	-37,330	-25,847	-15,182	-6,907	-10,213	-10,821	-37,356	-30,112	-17,032
第一次所得収支	205,330	217,847	216,409	207,798	200,465	204,549	206,843	214,026	215,750	208,091	201,993	203,871
第二次所得収支	-21,732	-17,352	-14,804	-27,475	-17,578	-14,303	-21,270	-20,031	-13,700	-25,492	-19,645	-14,754
資本移転等収支	-3,055	-1,648	-4,374	-2,096	-2,408	-2,482	-2,800	-2,105	-4,131	-1,842	-2,699	-2,525
金融収支	208,173	216,356	207,987	153,008	194,240	249,710	188,113	201,361	248,843	153,955	181,267	236,326
(うち外貨準備)	22,710	33,461	20,771	12,804	14,052	13,700	26,518	26,628	28,039	11,979	18,941	13,588
誤差脱漏	-12,766	24,025	23,089	-26,933	0	0	-36,866	8,420	60,243	-19,550	-12,306	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1-3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 57: 一般会計

(単位: 兆円)										
年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (推)	2021 (予)	2022 (予)
一般会計歳出規模	100.2	98.8	98.2	97.5	98.1	99.0	101.4	175.7	106.6	105.7
[歳出]										
一般歳出	61.3	59.5	59.0	60.1	60.0	60.4	63.0	136.4	68.9	65.0
社会保障関係費	29.2	30.2	31.4	32.2	32.5	32.6	33.5	44.2	35.8	36.8
公共事業関係費	8.0	7.3	6.4	6.7	6.9	6.9	7.6	9.3	8.1	8.0
防衛関係費	4.8	5.1	5.1	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	5.3	5.5
地方交付税交付金	17.4	17.0	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	16.0	15.6	15.6
地方特例交付金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4
国債費	21.3	22.2	22.5	22.1	22.5	22.5	22.3	23.0	23.8	24.8
国債費比率(%)	21.3	22.5	22.9	22.6	23.0	22.8	22.0	13.1	22.3	23.4
[歳入]										
一般会計歳入	106.0	104.7	102.2	102.8	103.6	105.7	109.2	175.7	106.6	105.7
租税及印紙収入	47.0	54.0	56.3	55.5	58.8	60.4	58.4	55.1	57.4	64.1
所得税	15.5	16.8	17.8	17.6	18.9	19.9	19.2	18.5	18.7	21.2
法人税	10.5	11.0	10.8	10.3	12.0	12.3	10.8	8.0	9.0	11.9
消費税	10.8	16.0	17.4	17.2	17.5	17.7	18.4	19.3	20.3	21.5
その他税収等	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	10.1	9.3	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)	15.6	12.2	11.0	9.3	11.3	10.9	14.1	6.8	5.6	5.6
国債発行額	43.5	38.5	34.9	38.0	33.6	34.4	36.6	112.6	43.6	36.1
国債依存度(%)	41.0	36.8	34.2	37.0	32.4	32.5	33.5	64.1	40.9	34.1
対GDP比(%)	8.5	7.4	6.5	7.0	6.0	6.2	6.6	21.0	7.8	6.2
(名目GDP、兆円)	512.7	523.4	540.7	544.8	555.7	556.4	558.3	535.7	559.1	584.2
財政投融资計画	18.4	16.2	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	64.3	40.9	—
地方財政計画	81.9	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 58: 部門別資金過不足

(単位:兆円)

年度	2013	14	15	16	17	18	19	20(推)	21(予)	22(予)
家計 (GDP比 %)	-1.2 (-0.2)	5.7 (1.1)	3.7 (0.7)	7.2 (1.3)	5.8 (1.0)	8.8 (1.6)	14.6 (2.6)	28.1 (5.2)	15.2 (2.7)	6.3 (1.1)
非金融法人企業 (GDP比 %)	33.4 (6.5)	22.9 (4.4)	31.4 (5.8)	28.9 (5.3)	25.3 (4.6)	15.6 (2.8)	12.0 (2.1)	76.5 (14.3)	28.8 (5.2)	32.8 (5.6)
一般政府 (GDP比 %)	-36.4 (-7.1)	-25.5 (-4.9)	-19.3 (-3.6)	-18.9 (-3.5)	-16.3 (-2.9)	-13.1 (-2.4)	-17.1 (-3.1)	-93.0 (-17.4)	-31.1 (-5.6)	-20.6 (-3.5)
海外 (GDP比 %)	-1.8 (-0.4)	-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)	-20.4 (-3.7)	-26.0 (-4.4)
金融機関 (GDP比 %)	6.3 (1.2)	4.9 (0.9)	1.7 (0.3)	1.6 (0.3)	3.8 (0.7)	5.7 (1.0)	6.5 (1.2)	7.4 (1.4)	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 59: マネーストック

(単位: %)

	2020 7-9月 10-12月		2021 1-3月 4-6月 7-9月 10-12月 (予) (予) (予)				2022 1-3月 4-6月 7-9月 10-12月 (予) (予) (予)				2023 1-3月 (予)
マネーストック (M2)	8.5	9.1	9.5	7.1	3.7	3.4	3.3	2.4	2.1	2.0	1.9
実質マネーストック (M2)	7.3	8.8	9.7	7.2	4.4	3.5	3.1	1.7	1.5	1.3	1.3
マーシャルのk	1.80	1.78	1.81	1.81	1.78	1.75	1.74	1.73	1.72	1.72	1.73

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 60: 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	4.6	2.2	3.0	2.5			
先進国	-5.1	5.2	4.3	0.7	2.4	1.7			
新興国	-1.7	7.0	4.9	3.4	3.4	3.2			
米州	-4.3	5.8	4.2	1.7	3.7	2.5			
米国	-3.5	6.3	4.6	1.2	3.6	2.2	0.125	0.125	0.125
カナダ	-5.4	6.2	4.0	0.7	2.1	2.0			
ラテンアメリカ	-6.3	4.6	2.8	3.1	4.2	3.4			
ブラジル	-4.1	3.4	2.4	3.2	5.1	3.8			
チリ	-5.8	6.5	3.2	3.1	3.3	3.0			
コロンビア	-6.8	5.0	3.8	2.5	2.5	3.0			
メキシコ	-8.2	4.7	2.7	3.4	4.1	3.4			
ペルー	-11.0	9.5	4.2	1.8	2.5	2.3			
アジア・太平洋地域	-1.3	7.4	5.4	2.5	2.3	2.5			
日本	-4.7	2.5	4.8	0.0	0.4	0.9	-0.10	-0.10	-0.10
豪州	-2.4	4.3	3.5	0.8	2.2	2.0	0.10	0.10	0.10
ニュージーランド(NZ)	-1.2	4.7	3.3	1.7	1.6	1.6	0.25	0.25	0.25
アジア(除く日本・豪州・NZ)	-0.9	8.1	5.5	2.9	2.5	2.6			
中国	2.3	8.9	5.3	2.5	1.8	2.1	2.20	2.20	2.50
香港	-6.1	8.8	3.2	0.3	2.0	1.8	0.50	0.50	0.50
インド	-6.9	9.8	7.0	6.6	4.9	4.9	4.00	4.00	4.50
インドネシア	-2.1	4.9	5.3	2.0	2.2	2.6	3.75	3.50	4.00
マレーシア	-5.6	5.5	7.0	-1.1	2.3	1.4	1.75	1.75	2.25
フィリピン	-9.5	5.4	8.7	2.6	3.9	3.3	2.00	2.00	2.50
シンガポール	-5.4	7.5	4.6	-0.2	1.5	0.8	0.19	0.42	0.50
韓国	-1.0	3.6	2.0	0.5	1.4	1.5	0.50	0.50	0.50
台湾	3.1	6.4	2.6	-0.2	1.5	1.6	1.125	1.125	1.125
タイ	-6.1	2.1	5.7	-0.8	1.3	0.8	0.50	0.50	0.50
欧州先進国	-7.2	4.4	3.8	0.4	1.6	1.2			
ユーロ圏	-6.7	4.1	3.5	0.3	1.6	1.1	-0.50	-0.50	-0.50
フランス	-8.2	6.2	3.2	0.5	1.4	1.2	-0.50	-0.50	-0.50
ドイツ	-5.3	3.0	3.5	0.4	2.0	1.1	-0.50	-0.50	-0.50
イタリア	-8.9	4.6	3.2	-0.1	1.0	0.8	-0.50	-0.50	-0.50
スペイン	-10.8	5.9	4.4	-0.3	1.4	0.8	-0.50	-0.50	-0.50
英国	-9.8	5.9	5.2	0.9	1.5	1.9	0.10	0.10	0.10
その他新興国(EEMEA)	-2.3	3.9	3.5	5.4	6.8	5.4			
チェコ	-5.5	3.5	4.6	3.2	2.3	2.2			
ハンガリー	-4.8	4.4	5.0	3.3	3.7	3.2			
ポーランド	-2.7	4.0	4.7	3.4	3.3	2.9			
ルーマニア	-3.7	4.5	4.7	2.6	3.0	2.8			
南アフリカ	-6.9	3.7	2.2	3.3	4.1	4.3			
トルコ	1.6	4.8	3.9	12.3	15.0	11.2			
ロシア	-3.0	3.2	2.5	3.4	5.1	4.0			
イスラエル	-2.4	4.9	4.1	-0.6	0.6	1.0			

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57.5ドル/バレル、22年54.6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5月18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：成長回復ペースは上限に達したか

ワクチン接種と経済活動再開は順調に進んでいるが、需要の急増と供給の遅れにより、正常化の軌道が不均衡になる可能性がある。

景気動向

ワクチン接種と経済活動再開が続くなか、景気に対するコロナ禍の影響は弱まり始めている。こうした動向に加え、前例のない規模の財政刺激策の実施が経済成長率を押し上げている。とは言え、製造業、サービス業、そして労働市場における供給サイドの制約により、景気回復のペースはある程度抑制されるだろう。直近の刺激策にも支えられた社会消費活動の回復が、消費支出の増加につながり始めている。さらに、企業設備投資の一部は低調なままとなろうが、経済活動の正常化と政策を巡る不確実性の後退は非住宅固定投資の支えとなろう。他方、コロナ禍からの回復過程で堅調を維持している住宅投資は、繰り延べ需要顕在化の一巡と、ローン金利並びに住宅価格上昇によるアフォーダビリティ(取得容易度)の低下によって、伸びが鈍り始めよう。政府支出は、新型コロナ関連の追加財政支援策やインフラ投資にけん引されて、21年には伸びがかなり加速すると見込まれる。最後に、旺盛な内需によって輸入の伸びも押し上げられるため、中期的には経済成長に対する純輸出のマイナス寄与が拡大しよう。また20～21年における前例のない大規模財政支援の後、22年には財政の足かせ(前年比で財政支出が先細る影響)が見込まれる。

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って、21年の物価上昇率は高まる見込みだ。しかし財政支援の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、22年にはインフレ率が鈍化しよう。賃貸住宅市場の不均衡を反映し、賃料関連の物価項目への下押しは当面続こうが、米連邦準備制度理事会(FRB)が重視するコア個人消費支出(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

コロナ禍で大幅に落ち込んだ雇用者数がさほど回復せず、22年にはインフレ率が政策目標を再び下回ると見込まれるなか、FRB(連邦準備制度理事会)は政策金利の誘導目標を長期にわたり実効下限に据え置き、利上げ開始は23年7～9月期と予想する。また、資産購入は21年末までは現行のペースが維持され、22年に量的緩和の規模が徐々に縮小されると予想している。バイデン政権と議会民主党は、3月半ばに1.9兆ドルの米国救済計画(ARP)を成立させたのに続き、7～9月期には10年間にわたる3兆ドルのインフラ支出と1兆ドルの増税を盛り込んだインフラ関連法案を成立させるだろう。

リスク要因

変異ウイルスの拡大とサプライチェーンの制約は、程度は弱いものの短期的な見通しへのリスクと言える。しかしワクチン接種の速やかな進展により、消費活動が予想以上に勢いを増す可能性がある。最後に、民主党が議会で僅差の過半数議席を確保したにとどまることによる制約が野村の予想よりも小さく、追加の刺激策が打ち出されることも考えられるが、追加増税を伴う可能性がある。

図表 61: 米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
(季節調整済み前期比年率%)													(前年比%)		
実質GDP	-5.0	-31.4	33.4	4.3	6.4	8.0	6.0	5.8	4.9	3.9	2.3	1.1	-3.5	6.3	4.6
(季節調整済み前期比%)	-1.3	-9.0	7.5	1.1	1.6	1.9	1.5	1.4	1.2	1.0	0.6	0.3			
個人消費	-6.9	-33.2	41.0	2.3	10.7	7.8	5.3	3.8	3.8	3.9	3.2	2.3	-3.9	7.2	4.1
非住宅固定投資	-6.7	-27.2	22.9	13.1	9.9	3.4	13.7	9.9	11.3	10.8	8.9	6.4	-4.0	8.4	10.1
住宅投資	19.0	-35.5	63.0	36.6	10.8	5.1	5.1	1.1	2.0	1.1	-0.8	-2.9	6.1	14.1	1.6
政府支出	1.3	2.5	-4.8	-0.8	6.3	5.1	8.7	8.7	0.9	1.1	-5.8	-6.9	1.1	3.5	2.2
輸出(財・サービス)	-9.5	-64.4	59.6	22.3	-1.1	6.6	11.3	9.2	8.4	6.8	7.1	4.5	-12.9	5.7	8.1
輸入(財・サービス)	-15.0	-54.1	93.0	29.9	5.7	12.5	11.7	10.8	8.5	5.3	5.4	0.9	-9.3	14.5	8.0
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)													(前年比%ポイント)	
最終需要	-3.6	-27.9	26.9	3.0	9.0	5.9	6.6	4.9	4.0	4.2	2.2	1.4	-2.9	5.9	4.4
純輸出	1.1	0.6	-3.2	-1.5	-0.9	-1.0	-0.5	-0.6	-0.3	0.0	0.0	0.4	-0.2	-1.4	-0.2
在庫投資	-1.3	-3.5	6.6	1.4	-2.6	2.1	-0.7	1.0	1.0	-0.3	0.1	-0.3	-0.6	0.3	0.2
失業率(%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.2	5.8	4.9	4.3	4.0	3.6	3.4	3.4	8.1	5.3	3.6
非農業部門雇用者数(千人)	-360	-4333	1342	213	513	589	767	508	417	342	275	150	-785	594	296
住宅着工件数 (季節調整済み年率、千戸)	1,484	1,079	1,432	1,584	1,613	1,511	1,499	1,494	1,452	1,427	1,406	1,405	1,395	1,529	1,423
(前年同期比%)													(前年比%)		
消費者物価	2.1	0.4	1.3	1.2	1.9	3.9	3.4	3.3	2.8	2.0	1.8	2.0	1.2	3.1	2.1
コア消費者物価	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.7	2.4	2.5	2.5	2.0	2.0	2.2	1.7	2.3	2.2
個人消費支出(PCE)デフレーター	1.7	0.6	1.2	1.2	1.7	3.1	2.7	2.9	2.3	1.8	1.7	1.8	1.2	2.6	1.9
コアPCEデフレーター	1.8	1.0	1.4	1.4	1.5	2.5	2.2	2.4	2.1	1.8	1.8	1.9	1.4	2.2	1.9
連邦財政収支(対GDP比%)													-14.6	-15.3	-7.1
経常収支(対GDP比%)													-3.1	-3.8	-3.9
FRB証券ポートフォリオ 保有高(兆ドル)	4.37	6.14	6.43	6.73	7.13	7.47	7.80	8.13	8.43	8.73	8.94	9.15	6.73	8.13	9.15
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	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
2年物財務省証券利回り	0.23	0.16	0.13	0.13	0.16	0.15	0.15	0.21	0.26	0.32	0.43	0.53	0.13	0.21	0.53
5年物財務省証券利回り	0.37	0.29	0.28	0.36	0.92	0.90	0.90	0.90	0.95	1.05	1.15	1.25	0.36	0.90	1.25
10年物財務省証券利回り	0.70	0.66	0.69	0.93	1.74	1.80	1.90	1.90	1.90	1.85	1.75	1.75	0.93	1.90	1.75

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5月10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は資産購入ペースを判断へ

各種活動制限が経済に打撃を与えたが、回復は始まっている。インフレ率は2021年10－12月期には政策目標を上回り、その後22年には急低下する可能性が高い。欧州中央銀行(ECB)によるパンデミック緊急プログラム(PEPP)の資産購入ペース引き下げは10－12月期になるだろう。

景気動向

ユーロ圏は新型コロナウイルスの新たな感染拡大の波に対して比較的高い抵抗力を示してきた(ユーロ圏1－3月期実質GDP成長率は速報値で前期比－0.6%と、野村の予想(－1.2%)を上回った)。とはいえ、4月にユーロ圏各国が3度目のロックダウン(封鎖措置)を打ち出したため、野村ではユーロ圏主要国の経済見通しを下方修正した。フランス政府は4月早々、学校、飲食店、文化施設等を5月半ばまで閉鎖すると決めた(再開時期は感染状況を見極めて判断する)。そのため野村ではフランスの4－6月期実質GDP成長率を約0.5%ポイント引き下げ、前期比＋0.8%とした。イタリアでは4月初旬に強化された各種規制措置が徐々に解除されつつある。そのためイタリアの4－6月期実質GDP成長率を同＋1.6%とする(従来予想からは1%ポイント強引き下げ)。スペインの各種規制はより大幅に緩和されており、一方で20年の大部分を通じてGDPは前年割れであったことから、4－6月期と7－9月期にはかなり力強い回復が見込めよう。ドイツは4月も厳格な制限措置が実施されており、夏に向けてごく緩やかに解除していく方針であることから、4－6月期実質GDP成長率予想を1%ポイント引き下げ前期比＋2.1%とした。以上を考慮し、ユーロ圏の4－6月期の成長予想についても同＋3.3%から同＋1.5%に引き下げた。7－9月期についてはより力強い回復を見込むことなどから、21年通年の予想は前年比＋4.1%と、より小幅(0.2%ポイント)の下方修正となった。

物価動向

ユーロ圏の4月の標準消費者物価(HICP)上昇率は前年同期比＋1.6%と3月の同＋1.3%から上向いたが、コアインフレ率は同＋0.8%と小幅な上昇にとどまった。しかし今後は一段と上昇する可能性は低く、特に7月からはドイツの付加価値税率(VAT)軽減措置の終了が前年比上昇率に影響し始めるだろう。更に、ユーロ圏の各種サーベイ(聞き取り調査)からは、サプライチェーンの混乱に世界的な需要の急回復が相まって製造コストが急騰していることがうかがえる。世界的な需要の急増は商品市況の上昇にもつながっており、これが5月以降のインフレ率に上昇圧力をかける可能性が高い。このことは我々の短期的なインフレ見通しに対する上振れリスクといえる。全体として、複数の一過性の要因によりユーロ圏のインフレ率は21年末にはECBの目標をやや上回る水準に上昇すると予想される。しかし22年には前年比＋1%前後まで低下するだろう。

金融政策

ECBは3月の政策理事会後、PEPPの週次購入ペースを平均180億ユーロに、1～3月平均の145億ユーロ(四半期末の国債の購入価格と簿価の差の調整を除く)から引き上げている。6月の政策理事会では、ECBスタッフの最新の経済予測と金融環境を踏まえた上で、7－9月期に購入ペースの引き下げに転じるか、現在のペースでの購入を続けるかを判断するだろう。我々は、22年のインフレ率に関する野村の見通しと、3月の

政策理事会後の利回り上昇に基づき、7－9月期には購入額を縮小しないとの決定がなされ、9月の政策理事会までは現行ペースでの購入が続けられると予想している。その後、週次購入ペースは150億ユーロに引き下げられよう。なお、8月、12月、1月は市場の流動性の関係で週次購入額が引き下げられており、PEPPの購入枠を使い果たす時期は22年4月とみられる。我々はPEPP購入枠は全額を使い切るとみているが、購入枠の追加は想定していない。21年末にかけて政策ミックスの再検討が行われる見通しである。ECBスタッフの予測ではインフレ率は23年にかけて政策目標を大幅に下回って推移する可能性が高いことから、野村では、PEPPの終了後、ECBはより恒久的な措置である資産購入プログラム(APP)の月次購入額を引き上げるとともに、条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)の位置づけを見直してコロナ後のより恒久的な措置とするとみている。

図表 62: 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
	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)		
実質GDP	-3.8	-11.6	12.5	-0.7	-0.6	1.5	2.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	-6.7	4.1	3.5
個人消費	-4.4	-12.6	14.2	-3.3	-1.5	1.5	2.8	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	-8.0	2.1	3.8
総固定資本形成	-5.9	-16.1	13.8	1.9	-3.0	1.0	1.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4	-8.2	2.3	2.9
政府消費	-0.2	-2.2	4.7	0.3	-0.2	1.0	1.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	1.2	3.4	2.1
輸出(財・サービス)	-3.8	-18.7	16.7	4.0	2.5	3.3	2.5	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	-9.6	13.0	5.2
輸入(財・サービス)	-2.9	-18.1	11.8	4.5	2.0	3.0	2.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	-9.1	10.1	4.8
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比%ポイント)														
国内最終需要	-3.7	-10.7	11.5	-1.3	-1.5	1.2	2.1	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	-5.9	2.4	3.0
在庫投資	0.5	0.0	-1.4	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.3	0.4	0.0
純輸出	-0.5	-0.8	2.5	-0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.6	1.7	0.4
	(季節調整済み前期比年率%)														
実質GDP	-14.2	-38.8	60.3	-2.8	-2.4	6.0	10.3	2.7	2.5	2.2	1.9	1.4	-6.7	4.1	3.5
失業率(%)	7.3	7.6	8.6	8.3	8.2	8.2	8.8	9.3	9.4	9.2	9.1	8.9	8.0	8.6	9.2
	(前年同期比%)														
雇用者報酬(一人当たり)	0.5	-4.5	0.6	0.7	2.6	8.5	2.8	2.9	2.2	1.8	1.8	1.8	-0.7	4.2	1.9
労働生産性	-3.7	-12.1	-2.1	-3.0	-0.6	9.9	0.6	2.1	3.5	3.0	1.3	1.1	-5.2	3.0	2.2
単位労働コスト	4.2	7.5	2.7	3.8	3.2	-1.4	2.1	0.9	-1.4	-1.2	0.5	0.7	4.6	1.2	-0.3
	(前年同期比%)														
消費者物価(HICP)	1.1	0.2	0.0	-0.3	1.1	1.6	1.7	2.2	1.1	1.1	1.1	1.2	0.3	1.6	1.1
コアHICP上昇率	1.1	0.9	0.6	0.2	1.2	0.8	0.8	1.3	0.8	1.1	1.1	1.3	0.7	1.0	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	-0.55	-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	-0.25	-0.20	-0.20	-0.20	-0.15	-0.15	-0.15	-0.57	-0.20	-0.15
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	1.10	1.12	1.17	1.22	1.17	1.22	1.24	1.25	1.26	1.27	1.27	1.28	1.22	1.25	1.28

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5月10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、ヘイパー・アナリティクス、野村

英国経済：GDPは回復するも利上げ観測は早計

実質GDP成長率は2022年半ばにはコロナ禍前の水準を回復し、インフレ率は21年末には政策目標を超過するとみられるが、直ちに金融政策が引き締められることはないだろう(利上げではなく、量的緩和の縮小は時期を見て実施されよう)。

景気動向

間もなく発表される21年1－3月期実質GDP成長率は、3月の月次GDPが前月比＋1.5%となり、1－3月期通期では前期比－1.6%になるとみる。その後、経済活動再開が続く(生活必需品以外の商店は4月12日から、ホテルや屋内エンターテインメントは5月17日から再開され、その他すべての制限は6月21日を以て解除される予定)、GDPの目に見える回復につながろう。イングランド銀行(BOE：中央銀行)は5月6日公表の最新の金融政策報告で、BOEの3年間の予想期間においてコロナ禍期間の超過貯蓄の10%が支出に回るとの想定に基づき、実質GDPが21年末にはコロナ禍前の水準を回復するとの見通しを示した。

我々も、4－6月期からの力強い成長回復を予想しているが、消費支出はコロナ禍前と比べて抑制されると想定している。これは、消費者がいくつかの対人接触を伴う活動を控えること、冬になると(ワクチン接種計画の進展にかかわらず)再び感染者が増えること、あるいは在宅勤務を継続することによろう。GDPの水準は22年半ばにコロナ禍前のピークに並ぶと我々は予想している(この予想は、BOEよりも遅いが、従来予想よりも1四半期早い)。野村の予想は、貯蓄率が「通常」の水準を割り込むことはなくとも、そこまで低下することを意味する。景気の上振れリスクとして、海外旅行が大幅に制約(減少)される結果、(代わりに)国内での支出が増える可能性がある。

物価動向

市場ベースのインフレ期待は、最近やや上昇し、現在は長期平均を少し上回っている。インフレ期待の上昇は米国とユーロ圏でより顕著であるが、両地域ではインフレ期待は長期平均に並ぶかこれを下回ったままである。エコノミストのコンセンサスでも英国のインフレ期待は上昇しており、22年以降はBOEの政策目標(+2%)を上回ったままで、ピークも以前より上昇している(コンセンサス・エコノミクスによると23年に+2.4%)。しかし、家計世帯のインフレ期待(シティーグループ/YouGov/BOE)はパンデミックが始まって以来、ほとんど変化していないか、低下している。野村では、実際のインフレ率(消費者物価(CPI)上昇率)は、21年末にかけて前年比+2%超に上昇し(10－12月期は平均で同+2.2%と予想するが、BOEが予想するピークである同+2.5%よりも低い)、その後は、政策目標に向かって低下するとみている。野村の物価見通しには、上振れ下振れ双方向にかなりのリスクがあるが、特に最近のサーベイ(聞き取り調査)の結果や一次産品価格の上昇、GDPの回復、供給サイドの問題、財政・金融政策の拡張などを考慮すると、上振れリスクの方が大きいだろう。

金融政策

BOEは5月の金融政策委員会で資産購入のペースを週44億ポンドから34億ポンドに減額することを決定したが、影響は限定的だった。これは、BOEが(現行のFRBの月次購入プログラムやECBの購入が「目標」ではなく「上限」であるのとは異なり)購入規模と終了日を事前に決定し、発表済みで変更しなかったためである。野村では、予想期間

(22年末)まで政策金利のバンクレートが据え置かれると予想しているが、市場は22年夏の終わりまでに0.10%ポイント程度の利上げを織り込んでいる。BOEが政策緩和解除の第1弾として、英国債保有額の(償還分の再投資停止による)削減を選ぶとみられるという意味で、利上げは先送りされる可能性がある和我々は考えている。

図表 63: 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	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)		
	-2.8	-19.5	16.9	1.3	-1.6	3.6	2.6	1.4	1.0	0.7	0.5	0.5	-9.8	5.9	5.2
実質GDP(水準、19年Q4=100)	(季節調整済み前期比年率%)												(前年比%)		
	97.2	78.2	91.5	92.7	91.2	94.5	96.9	98.3	99.3	100.0	100.4	100.9	89.9	95.2	100.1
民間消費	-2.7	-20.9	19.2	-1.6	-1.5	3.8	2.6	2.0	1.2	0.8	0.5	0.5	-10.9	4.5	6.0
総固定資本形成	-1.2	-20.7	19.0	4.4	-0.2	2.8	2.0	1.6	1.3	0.9	0.7	0.7	-8.8	9.5	5.5
政府消費	-1.8	-17.3	15.8	6.7	3.5	2.5	1.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-6.5	14.2	3.0
輸出(財・サービス)	-14.5	-10.1	-0.5	6.1	-2.5	2.5	2.5	1.8	1.0	0.8	0.6	0.6	-15.8	2.5	5.3
輸入(財・サービス)	-7.4	-21.1	14.6	11.0	0.5	2.0	1.8	1.6	1.3	1.0	0.8	0.7	-17.8	12.2	5.3
在庫投資(寄与度)	(季節調整済み前期比ポイント)												(前年比ポイント)		
	0.1	-0.7	0.5	1.4	-0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.7	0.1
純輸出(寄与度)	-2.5	3.4	-4.4	-1.5	-0.9	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.8	-2.9	-0.2
失業率(%)	3.9	3.9	4.8	5.1	4.9	5.2	5.6	6.0	6.0	5.8	5.6	5.5	4.4	5.4	5.7
週平均賃金	(前年同期比%)												(前年比%)		
	2.4	-1.2	1.4	4.6	4.6	8.0	4.8	2.3	2.6	2.6	2.4	2.4	1.8	4.9	2.5
消費者物価(HICP)上昇率	1.7	0.6	0.6	0.5	0.6	1.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.8	1.9	0.9	1.5	1.9
コアCPI上昇率	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.6	1.5	1.7	1.6	1.7	1.4	1.3	1.6
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	826	854	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	0.10	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	0.85	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	0.84	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81	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	1.45	1.49	1.51	1.52	1.54	1.56	1.58	1.37	1.51	1.58
ポンド(貿易加重平均)	77.5	75.8	77.1	78.5	81.9	84.0	85.4	85.7	86.6	87.0	88.1	88.4	78.5	85.7	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5月10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、ヘイパー・アナリティクス、野村

中国経済：緩やかな政策正常化が進もう

経済成長の回復が続き、政策が向こう数ヶ月間のうちに正常化すると見込むが、政策が大幅に転換される公算は小さいだろう。

景気動向

21年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+18.3%となり、20年10～12月期の同+6.5%から急加速した。前年の新型コロナウイルス感染拡大を受けた低い水準が成長率を押し上げた。季節調整済み前期比では、旧正月の連休直前の新規感染者数増加による制限強化により、1～3月期の実質GDPは+0.6%と20年10～12月期の同+3.2%から大幅に減速した。4～6月期については、特にサービスセクターの成長回復、コロナの封じ込め、社会的距離確保措置の緩和と、繰延需要の実現により、同+2.0%に加速すると見込む。ただし前年同期比では前年の低い水準による押し上げ効果の剥落により+8.1%に低下すると予想する。21年通年では前年比+8.9%へ、20年の同+2.3%から回復すると見込む。

物価動向

商品価格の上昇と比較対象となる前年同月の低い水準により、PPI上昇率は向こう数ヶ月間において上昇を続ける公算が大きい。我々は5月のPPI上昇率が前年同月比+8.5%に急上昇し、その後6月から10月まで同+8.0～9.0%の間で推移した後、21年末には同+7.0%未満に減速するとみている。またCPI上昇率は、1～3月期の前年同期比+0.0%から10～12月期には同+2.8%にまで加速すると見込む。PPIインフレ加速の影響波及、サービス価格の上昇、世界的な半導体の不足が背景にあり、これらの影響が豚肉価格の下落の影響よりも大きくなるとみる。

政策動向

国内における新型コロナウイルスの迅速な封じ込め、V字型の景気回復、そしてバイデン大統領就任後の米中対立の緩和により、中国政府には長期的な構造問題に重点を移す余裕が生まれた。我々は政府が不動産市場からハイテク製造業部門へ資金を振り向け、食料品とエネルギーの輸入依存を低減させる「双循環」戦略を推し進めるための政策措置を強化すると見込む。コロナの状況が依然として不透明であること、地域による景気回復のばらつき、そして信用リスクの高まりを踏まえ、政府は政策正常化の過程で「政策の急旋回(急転換)はない」との姿勢を維持するだろう。

リスク要因

上振れリスクとしては、世界的に流行している新型コロナウイルスのより早期の封じ込めと主要先進国の景気により速やかな回復が挙げられる。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、ワクチン接種の遅れ、債務不履行の急増、米中間の対立再激化、輸出市場におけるシェア縮小、不動産市場の調整が挙げられる。

図表 64: 中国経済見通し要約表

(%)	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	2020年	2021年	2022年
実質GDP	(季節調整済み前期比%)										
	3.1	3.2	0.6	2.0	1.3	1.4	1.2	1.2			
実質GDP	(前年同期比%)								(前年比%)		
	4.9	6.5	18.3	8.1	6.4	5.3	6.0	5.2	2.3	8.9	5.3
GDPへの寄与度	(前年同期比%ポイント)								(前年比%ポイント)		
最終需要	1.7	2.6	11.6						-0.5	5.1	3.2
総固定資本形成	2.6	2.5	4.5						2.2	3.6	2.0
純輸出(財・サービス)	0.6	1.4	2.2						0.6	0.2	0.1
	(前年同期比%)								(前年比%)		
消費者物価(CPI)上昇率	2.3	0.1	0.0	1.9	2.3	2.8	2.0	2.2	2.5	1.8	2.1
コア消費者物価	0.5	0.5	0.0	1.4	1.6	1.7	1.7	1.5	0.8	1.2	1.5
生産者物価(PPI)	-2.2	-1.3	2.1	8.1	8.7	8.0	4.6	1.3	-1.8	6.7	1.6
小売売上高(名目)	0.9	4.6	33.9	19.0	12.2	7.8	8.5	5.5	-3.9	17.1	6.4
固定資産投資(名目、年初来)	0.8	2.9	25.6	13.0	10.1	8.5	5.1	5.1	2.9	8.5	5.2
鉱工業生産(実質)	5.8	7.1	24.5	6.5	5.4	5.0	4.4	5.6	2.8	9.3	4.9
輸出(米ドル建て)	8.4	16.7	49.0	15.2	6.1	-1.4	-8.5	3.5	3.6	13.9	2.3
輸入(米ドル建て)	3.0	5.0	28.0	44.0	21.2	14.4	8.5	8.0	-1.1	26.0	8.9
貿易収支(10億米ドル)	156.2	211.9	116.4	42.0	81.8	118.4	6.4	13.3	533.7	358.6	204.4
経常収支(対GDP比%)	2.4	2.8	2.0	1.0	1.2	1.4	0.3	0.5	1.8	1.4	0.5
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	-8.0	-7.0
銀行貸出残高(元建て)	13.0	12.8	12.6	12.0	11.7	11.5	11.3	11.2	12.8	11.5	11.0
社会融資総量残高	13.5	13.3	12.3	11.9	11.7	11.5	11.3	11.1	13.3	11.5	10.7
マネーサプライM2	10.9	10.1	9.4	9.1	8.9	8.7	8.5	8.4	10.1	8.7	8.1
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	3.05	3.05	2.95	2.95	3.25
7日物リバースレポレート(%)	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.30	2.30	2.20	2.20	2.50
預金準備率(大手銀行、%)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.81	6.54	6.56	6.40	6.50	6.40	6.36	6.32	6.54	6.40	6.25

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5月11日現在。

出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、中国商務部、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・アドバイザリー・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.