

世界の中の日本

2025年経済展望：問われる政治的分断の下での経済成長

January 2025

世界の中の日本

2025年経済展望：問われる政治的分断の下での経済成長

2025年の米国経済：トランプ次期米国大統領による経済・通商政策	2
2025年の世界経済：10大リスクは？	3
2024年の日本経済：7つのエリアで改善・進展	4
2025年の日本経済：「3つの上げ」を背景にいよいよ「普通」の経済へ	5
設備投資(1)：中小企業も含めて設備投資の「計画」はしっかり、、、	6
設備投資(2)：いよいよ労働生産性の上昇が議論可能に	7
賃金(1)：実質賃金の前年比伸び率はマイナス圏を脱しつつある	8
賃金(2)：連合は25年春闘についても「5%以上」を目標に	9
賃金(3)：2026年春闘に向けてベースアップは3%超えへ	10
賃金と物価：4つの経路で描く「賃金・物価の好循環」	11
物価(1)：デフレ脱却判断の4指標は良好に推移	12
物価(2)：コアCPIインフレ率は2025年後半に向けて2%超え、安定性は向上	13
日銀(1)：次の利上げは2025年3月を予想	14
日銀(2)：日本の r^* の立ち位置は？	15
日銀(3)：実質政策金利はマイナス金利策の時より低く、 r^* よりも低い	16
Revisit Japan：今回こそは日本が目覚める可能性も	17

トランプ次期米国大統領による経済・通商政策

高関税率の適用	<p>関税は間接税である。従って、例えば中国からの輸入品に対して米国が高関税を課した場合、それは輸入物価の上昇という形で米国側が負担する(だからこそ米国民は中国からの輸入品ではなく米国産品を選好するはずであり、それが米国内産業を強くするはずだとトランプ氏は考えている)。従って、関税率の引き上げは米国には<u>輸入物価の上昇という経路で物価に押し上げ圧力、景気に下押し圧力をかけることになる。</u></p>
減税策の継続	<p>現行の所得税減税の根拠となっている減税雇用法(TCJA: Tax Cuts and Jobs Act)が25年末に期限を迎える中、トランプ次期政権の下、同法を延長させる形で減税を続けることを指す。これは<u>景気を下支えする一方、物価には押し上げ圧力をかけると目される。</u></p>
移民の強制送還	<p>2024年11月、非営利団体である米国移民評議会(American Immigration Council)は、仮に年間100万人の不法移民を強制送還した場合、拘束、送還費用などに要する財政コストは10年強(1,330万人程度と見られる不法移民の送還に要する時間)で総額9,679億ドル(約145兆円)との試算を示した。145兆円という金額は日本の年間国家予算を上回る。これを踏まえると移民の強制送還は財政的にも容易ではない。しかし仮にこれが行われれば、<u>労働供給の減少によるインフレ圧力の強まりと消費者の減少による景気の下押しが警戒される。</u></p>
脱・脱炭素	<p>トランプ氏が大統領選中に使った「(化石燃料を)掘って、掘って、掘りまくれ！」(Drill, baby, drill!)(ただし、この言い回しが最初に使われたのは2008年の共和党の選挙キャンペーン)という表現に表れている。トランプ陣営は、これによって化石燃料の生産量が増えるため<u>インフレは抑えられると考えているようだが、どの程度、実効性があるか現時点では不透明。</u></p>

2025年の世界経済： 10大リスクは？

野村の考える2025年の10大リスク

本格的な貿易戦争	第1次トランプ政権時とは異なり、今回は他国がトランプ次期政権による高関税に報復する態勢を事前に準備しやすい。その結果、米国による高関税適用に対して、早期に米・中と米・欧の間で報復合戦ひいては貿易戦争にエスカレートする。
FRBが利上げを再開	トランプ氏の「米国優先」の政策は、米国経済が潜在成長率に近いことを踏まえると、インフレの再加速を惹起しうる。だからと言って、米国FRB（連邦準備制度理事会）が利上げをすれば金融市場が混乱する恐れも。
地政学上の亀裂	2つの紛争（ロシア・ウクライナ、中東）が未だ鎮静化しない中で、トランプ氏が交渉戦術の前に「取引」（deal）の成果を重視する場合、わずか数回のミスで状況はエスカレートし、地政学的な緊張が制御不能になる恐れがある。
中国経済の回復	トランプ氏による対中国での60%の関税適用は、中国政府に大規模な財政出動を促すきっかけとなりえる。その結果、中国の内需が、高関税に付随する輸出の下振れリスクを一部、相殺しうる。
世界的な債務危機	ポピュリスト政権の台頭は、高い債務水準の下でも多額の財政赤字が続くことを意味する。市場が財政の持続性に疑念を持たれば、金利の急騰という形で新たな市場危機が発生する恐れもある。
AIブーム	2025年は世界中のビジネスユーザーがAIアプリケーションを導入する重要な年となり、生産性の向上と大手IT企業による巨額投資から高い投資収益率（ROI）を得るという楽観的な見方が高まる。
AIブームの終焉	(1) AIによる大量のエネルギー消費、(2) AI主導のサイバー攻撃、(3) アルゴリズムのバイアス、(4) データプライバシーの懸念、(5) 雇用の喪失に対する懸念、などを背景に、AIに対する反発が高まる。
原油価格の長期低迷	関税主導のインフレに対抗するために、米国は石油・ガスの生産・輸出を拡大。世界的な原油需要の低迷を背景に、原油価格は50米ドル/バレルを下回り、産油国に対する米国の優位が増す。
サイバー攻撃	地政学上の緊張、デジタル化の進展、攻撃方法の高度化によって、金融システムを含む重要な世界経済のインフラに多大な混乱が生じる。
中央銀行の独立性喪失	公的債務が増大する中でのポピュリスト政権の出現が、中央銀行に圧力をかけて政府の借入コスト（公債利回り）を引き下げ、公的債務を一段と膨張させる。

1. 値上げの継続

2. 賃上げの継続

3. 利上げの着手

3つの「上げ」

4. ソフトウェア投資の増加

5. 労働移動の促進

6. 2023年の東京証券取引所による上場企業のPBR(株価純資産倍率)改善促進を踏まえた
企業ガバナンスのさらなる規律付け

7. 新NISA導入による家計金融資産の多様化とリスクマネーの裾野拡大

2025年の日本経済

- (1) 家計が消費に積極的に
- (2) 家計がリスクテイクに積極的に

値上げ
(4年目へ)

賃上げ
(3年目へ)

利上げ
(2年目へ)

3つの「上げ」が徐々に定着

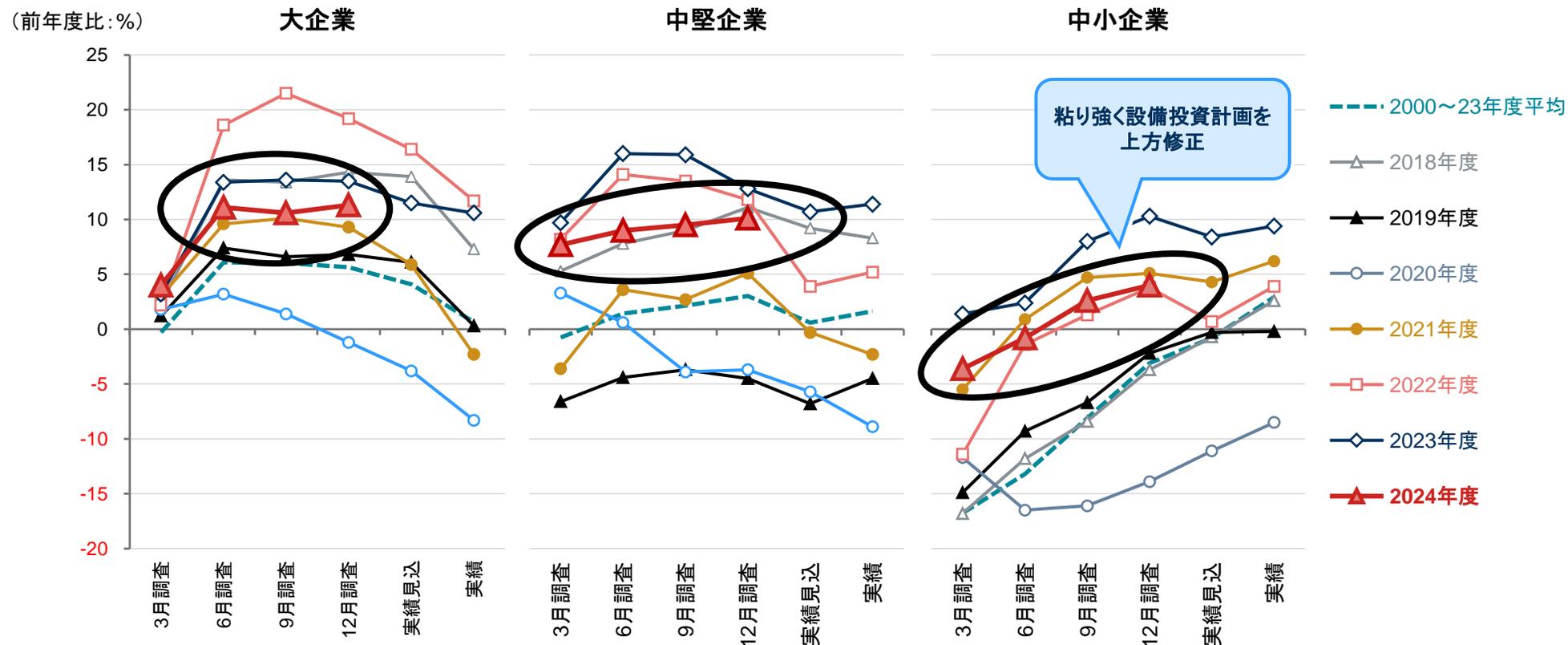
「普通」の経済へ！

設備投資(1):

中小企業も含めて設備投資の「計画」はしっかり、、、

- 日銀短観における設備投資計画は2024年度も良好なスタート
- 設備投資の主なドライバーとして(1)デジタル化、(2)グリーン化、(3)省力化が挙げられる
- ただし、設備投資の「計画」がスムーズに「実績」に移行できるかは別途、問われる

堅調に推移する2024年度の設備投資計画



注: 1. ここでの設備投資は土地投資を含む一方、ソフトウェア投資や研究開発投資は含まない
 2. 2018年3月の調査対象企業の見直しにより2017年度の値は12月調査が不連続となっている
 出所: 日本銀行『短観(全国企業短期経済観測調査)』より野村作成

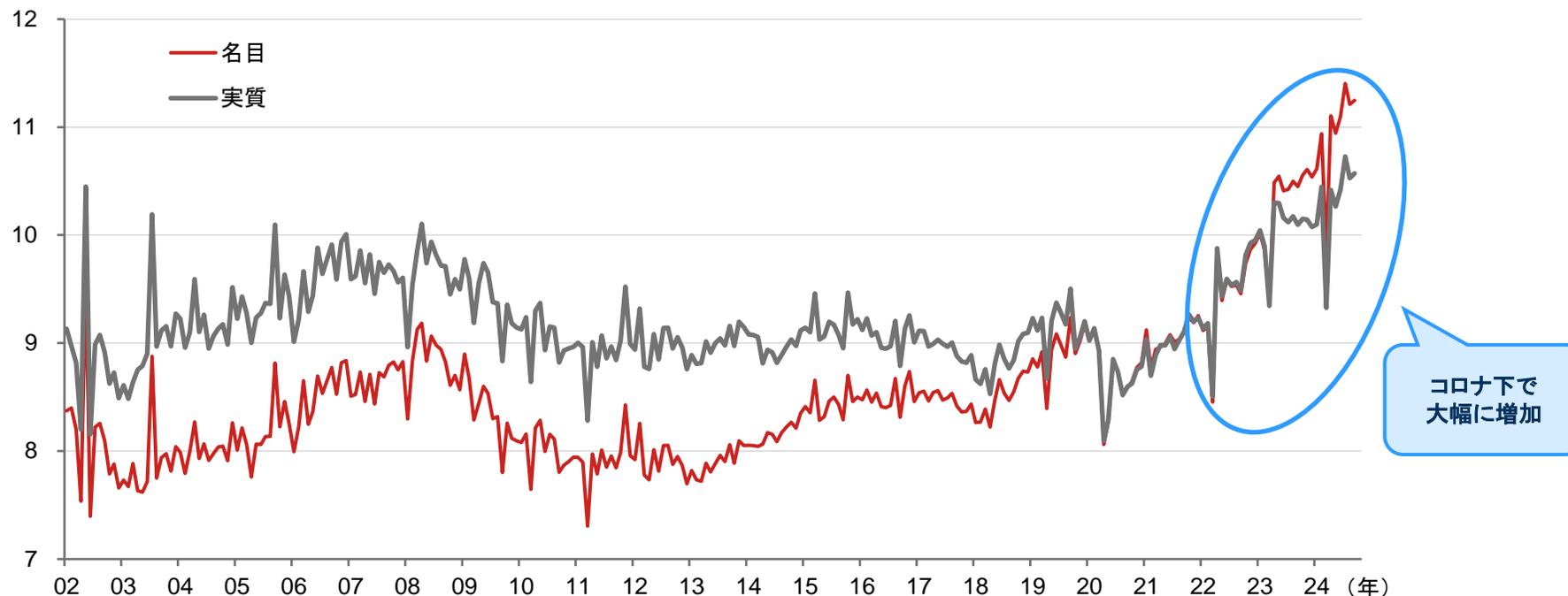
いよいよ労働生産性の上昇が議論可能に

- 機械関連、構築物関連(工場、オフィス、店舗の建設など)の設備投資が各種の供給制約に直面する一方、、、
⇒ ソフトウェア投資は増加(デジタル化対応の進展を示唆)

増加する受注型ソフトウェアの販売額(ソフトウェア投資額)

(年率:兆円)

受注ソフトウェア販売額

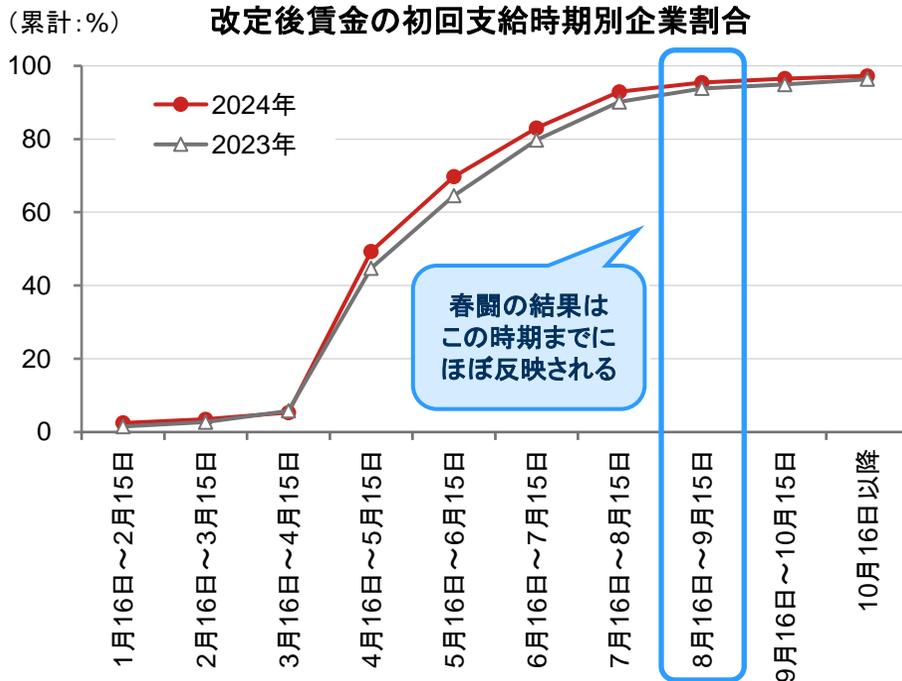


注: 実質系列はSPPI(企業向けサービス価格指数)の「受託開発ソフトウェア(除く組込み)」の価格に基づく
出所: 経済産業省『特定サービス産業動態統計調査』、日本銀行『企業向けサービス価格指数』より野村作成

実質賃金の前年比伸び率はマイナス圏を脱しつつある

- 厚生労働省の調査によると、8月分として支給される給与までに春闘の結果はほぼ反映し終わる
- 2024年6~7月は夏のボーナスによる押し上げが効き、名目に加えて実質賃金も約2年ぶりに前年比プラスに
⇒ ボーナス効果が剥落したことで、8月以降、実質賃金のプラス幅はほぼ消滅したが、マイナス幅自体は縮小している

春闘結果の給与支給への反映は8月分給与まででほぼ終了



注: 「初回支給時期」とは、賃金の改定を行った企業が改定後の賃金を初めて支給した時期をいい、初回支給時期が9月以降についての数値は調査時点で金額が決定している企業に基づいて算出

出所: 厚生労働省『賃金引上げ等の実態に関する調査』より野村作成

マイナス圏を脱しつつある実質賃金



注: 1. 「共通事業所ベース」は、当該年、および比較対象である前年の調査対象に共通して含まれる事業所のみを対象とする

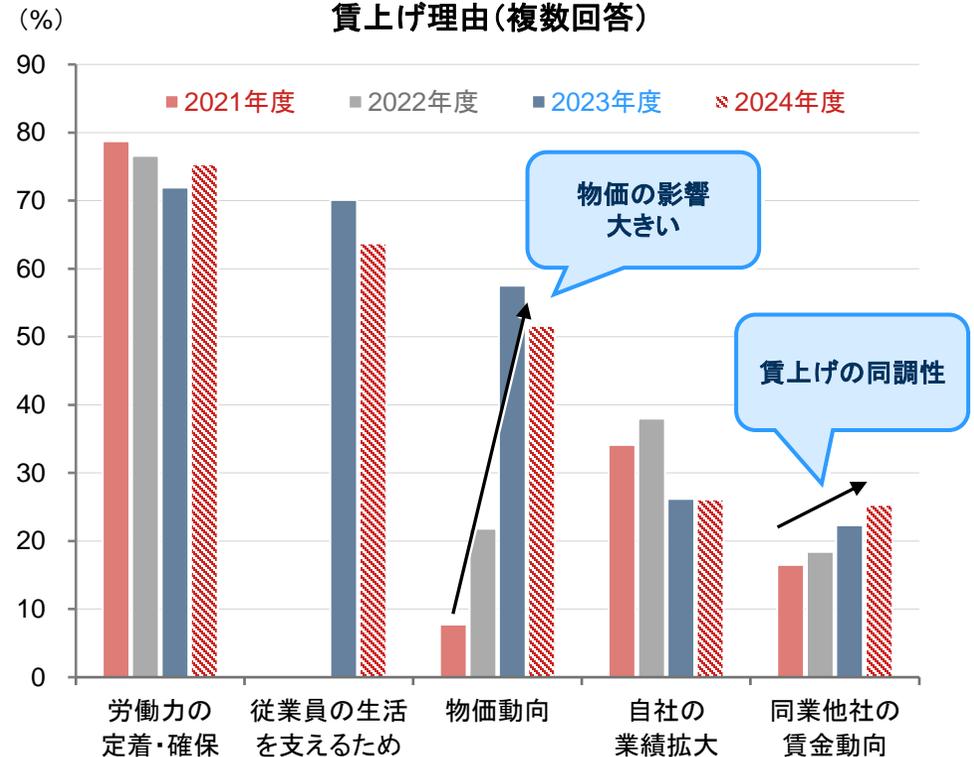
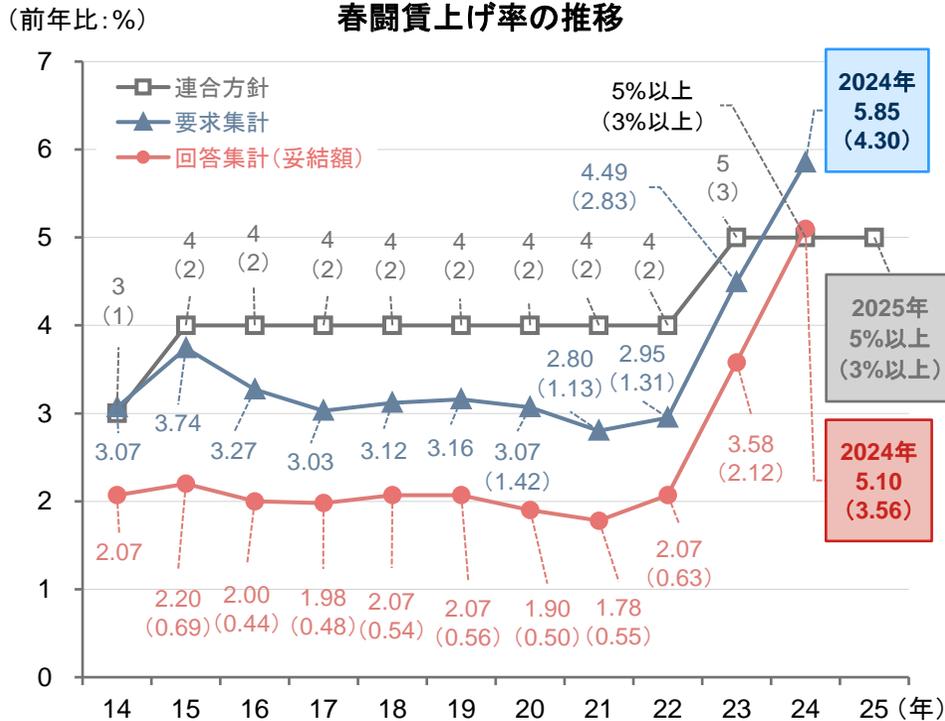
2. 実質賃金 = 名目賃金 / 消費者物価指数(持ち家の帰属家賃を除く)

出所: 厚生労働省『毎月勤労統計』、総務省『消費者物価指数』より野村作成

- 2025年春闘において、連合は24年春闘と同程度の賃上げ(定昇込みで5%以上、定昇を除くベースアップで3%以上)を要求する方針
⇒「賃金・物価の好循環」の確度は上昇へ
- 賃上げの「同調性」が増す形で、賃上げの「ノルム」が変化しつつある

連合は2025年春闘についても「5%以上」を目標に

高まる賃上げの「同調性」⇒ 戦略的補完性 ⇒ ノルムの変化



注: 1. 賃上げ率のうちベースアップ分が明確に分かる組合に基づく
2. 各数値は定昇込みの賃上げ率(ただしカッコ内は定昇を除くベースアップ)
3. 2024年までは各年春闘の最終集計、25年の「連合方針」は「基本構想」に基づく

出所: 連合(日本労働組合総連合会)資料より野村作成

注: 2024年度の調査期間は2024年1月18日~31日。調査対象企業は全国2万7,308社(有効回答は1万1,431社)。

出所: 帝国データバンク「2024年度の賃金動向に関する企業の意識調査」より野村作成

- 2024年春闘では、賃上げ率(定昇込み)が5.1%、ベースアップ(定昇を除く)が3.56%に到達
- 2025年春闘では、賃上げ率(定昇込み)が5.0%程度、ベースアップ(定昇を除く)が3.5%程度と予想
- 2026年春闘では、賃上げ率(定昇込み)が4.7%程度、ベースアップ(定昇を除く)が3.1%程度と予想

2026年春闘に向けてベースアップは3%超えへ(野村予測)

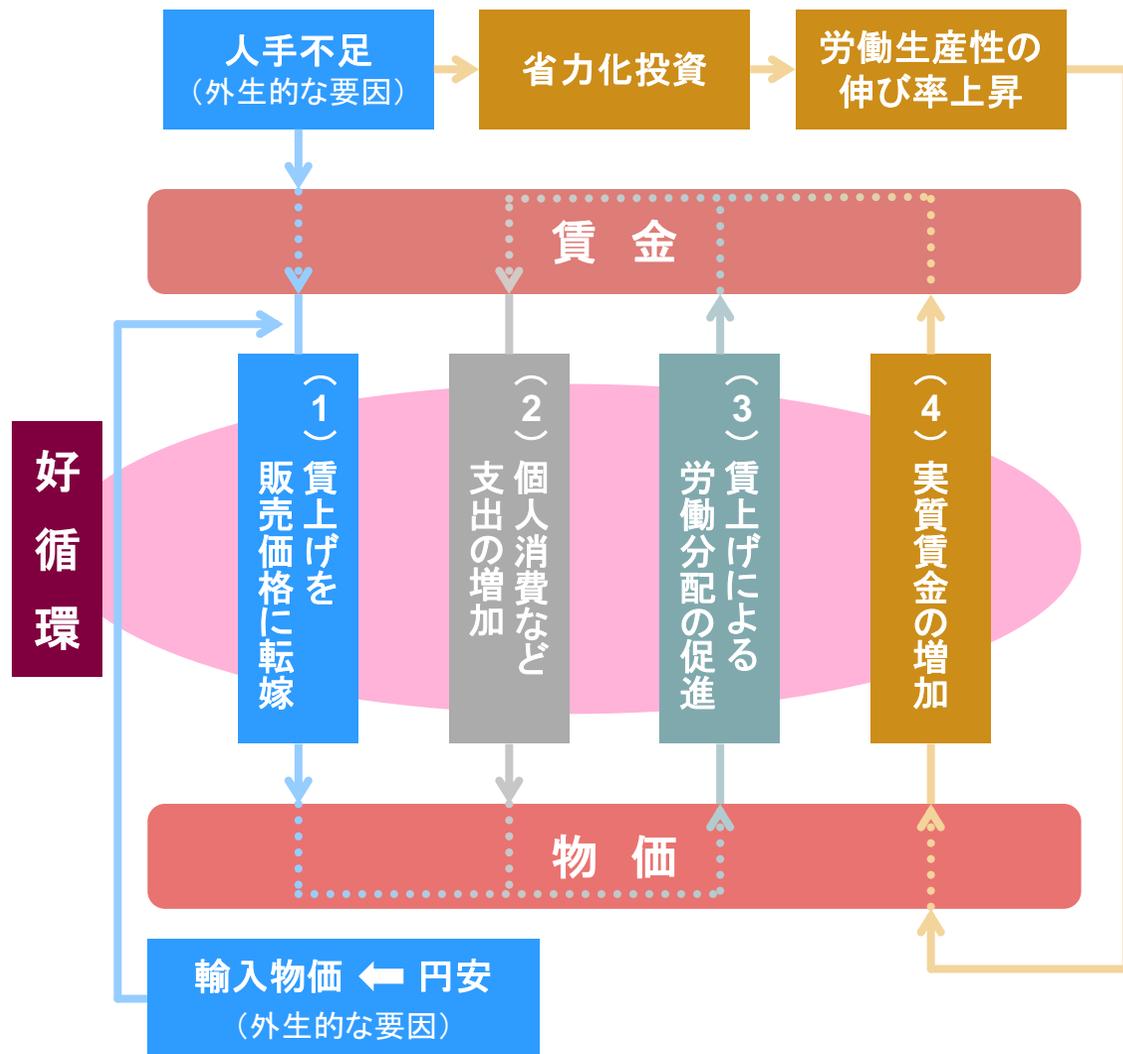


注: 1. ベースアップは1996~98年は経団連、1999~2014年は中央労働委員会、2015年以降は連合による調査
2. 2025、26年は野村予想

出所: 連合(日本労働組合総連合会)『春季生活闘争回答集計』より野村作成

賃金と物価： 4つの経路で描く「賃金・物価の好循環」

4つの経路で描く「賃金・物価の好循環」



現時点の評価

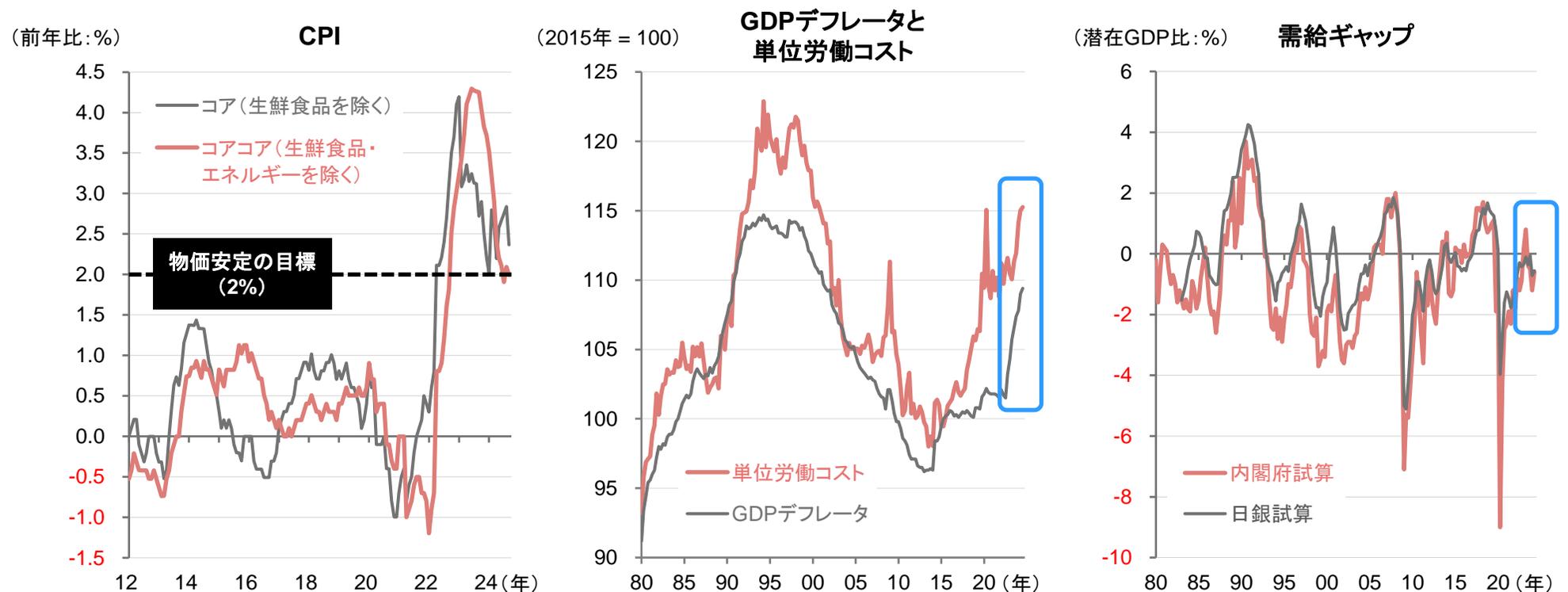
- 経路1 … 稼働しつつある(○)
- 経路2 … 稼働していない(×)
- 経路3 … 稼働しつつある(○)
- 経路4 … 稼働していない(×)

日銀が中立金利に到達するには、経路の拡張が必要

物価(1): デフレ脱却判断の4指標は良好に推移

- 2006年3月、小泉政権(当時)の下、内閣府は参議院予算委員会に資料「デフレ脱却の定義と判断について」を提出
⇒ デフレ脱却を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがなくなる」と定義
- このように定義されたデフレ脱却の判断に当たっては、(1)CPI、(2)GDPデフレーター、(3)単位労働コスト、(4)需給ギャップの4指標が重視されている

デフレ脱却判断の4指標(CPI、GDPデフレーター、単位労働コスト、需給ギャップ)は概ね良好



出所: 総務省『消費者物価指数』より野村作成

注: 単位労働コスト = 名目雇用者報酬 / 実質GDP
出所: 内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』より野村作成

注: 需給ギャップ = (実質GDP - 潜在GDP) / 潜在GDP
出所: 内閣府、日本銀行資料より野村作成

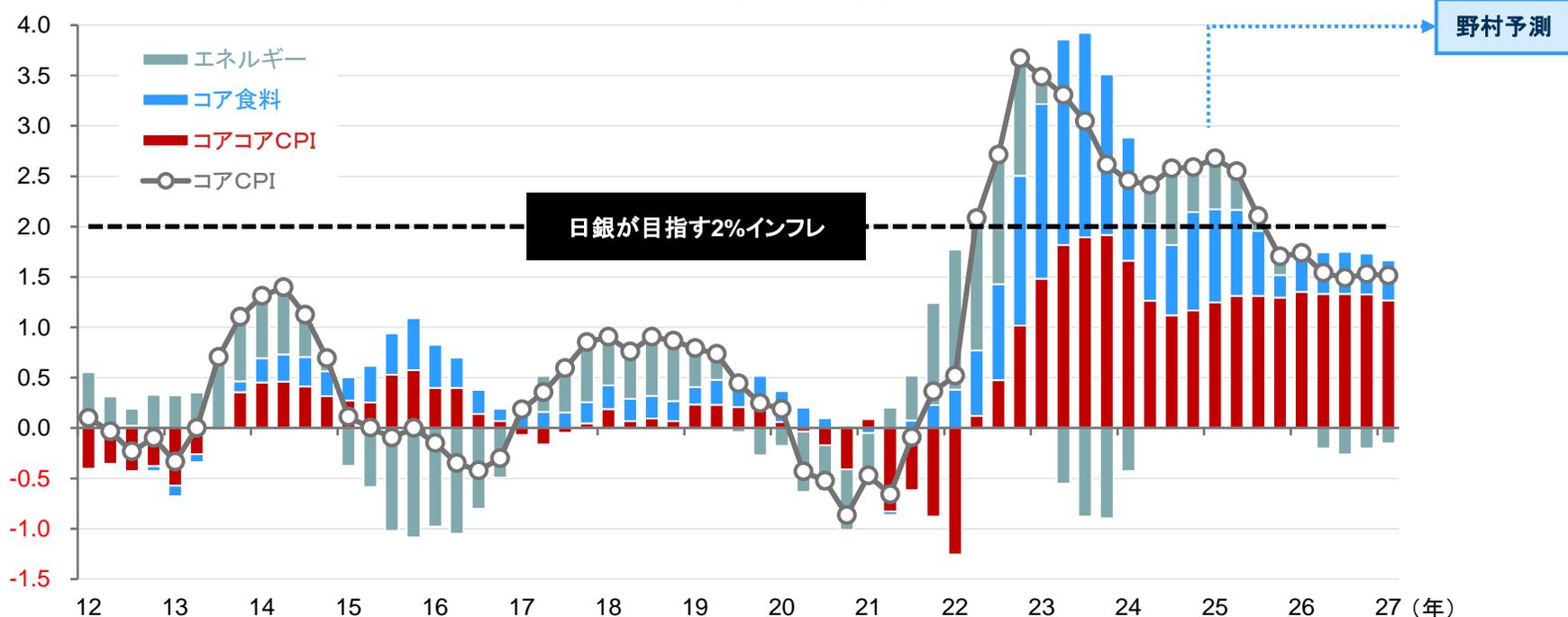
コアCPIインフレ率は2025年後半に向けて2%超え、安定性は向上

- 食料価格の寄与度が低下する中でも、コアCPI(生鮮食品除く総合)は25年後半に向けて前年比2%程度の上昇ペースを維持しよう
- インフレの「国産化」が進展する中、インフレの粘着性も増そう

コアCPI(生鮮食品を除く)のインフレ率は2025年後半に向けて2%超え、スピードは下がっても安定性は向上

(前年比:%)

日本のコアCPI(実績と野村予測)



注: コアCPIは生鮮食品を除く総合。コアコアCPIはエネルギーとコア食料(生鮮食品およびアルコールを除く食料)を除く総合
出所: 実績は総務省、予測は野村

日銀(1):

次の利上げは2025年3月を予想

- 2024年12月決定会合後の会見で、植田総裁は不確実性(とりわけ25年の賃金動向)により強く配慮する姿勢を見せた
- 賃金という裏付けのある予想インフレ率の引き上げのためであれば、一定の円安を受け入れるかのような姿勢さえ見える
- ファンダメンタルズは決して弱くなっておらず、あくまで変わったのは植田総裁の姿勢(ファンダメンタルズが変わったわけではない)

野村の日銀シナリオ

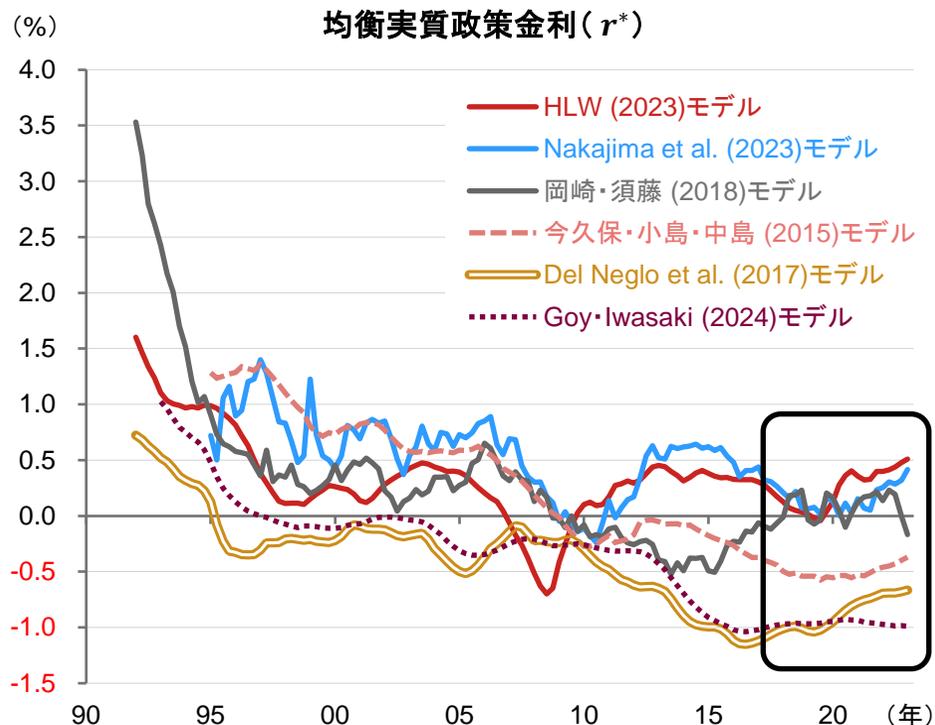
	メインシナリオ (確率50%)	リスクシナリオA (確率30%)	リスクシナリオB (確率20%)
● 追加利上げ回数	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年2回 ■ 2026年1回 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年2回 ■ 2026年1回 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年2回 ■ 2026年なし
● 利上げのタイミング	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年3月会合 ■ 2025年10月会合 ■ 2026年3月会合 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年1月会合 ■ 2025年7月会合 ■ 2026年1月会合 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2025年4月会合 (4月30日～5月1日) ■ 2025年10月会合
● 政策金利水準			
<ul style="list-style-type: none"> ■ 現在 ■ 2025年末 ■ 2026年末 	<p>0.25%</p> <p>0.75%</p> <p>1.00%</p>	<p>0.25%</p> <p>0.75%</p> <p>1.00%</p>	<p>0.25%</p> <p>0.75%</p> <p>0.75%</p>

注: 各シナリオの確率分布は一定の有力性のあるシナリオについての相対的なものであり、これら以外のシナリオの実現性を完全に排除するものではない
出所: 野村作成

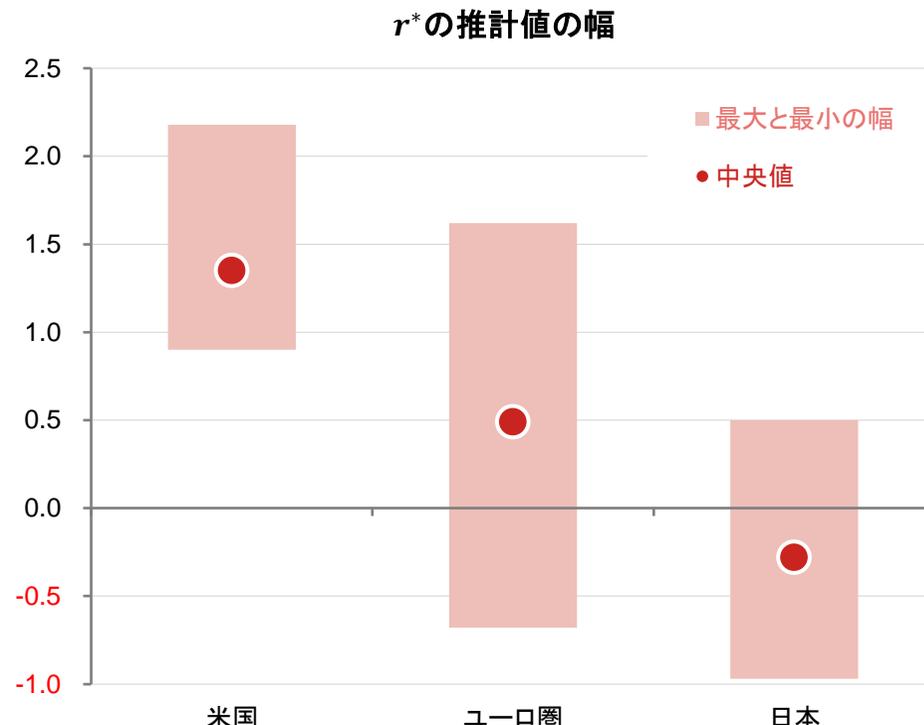
日銀(2): 日本の r^* の立ち位置は?

- 各種モデルによると日本の r^* (アールスター)はこの4~5年で緩やかに上昇。日銀による金融緩和の調整余地は拡大
- 日本の r^* の下限は-1%程度。今後インフレが2%でアンカーされるとすれば、これは名目中立金利が1%程度であることを示唆

緩やかに上昇する r^*



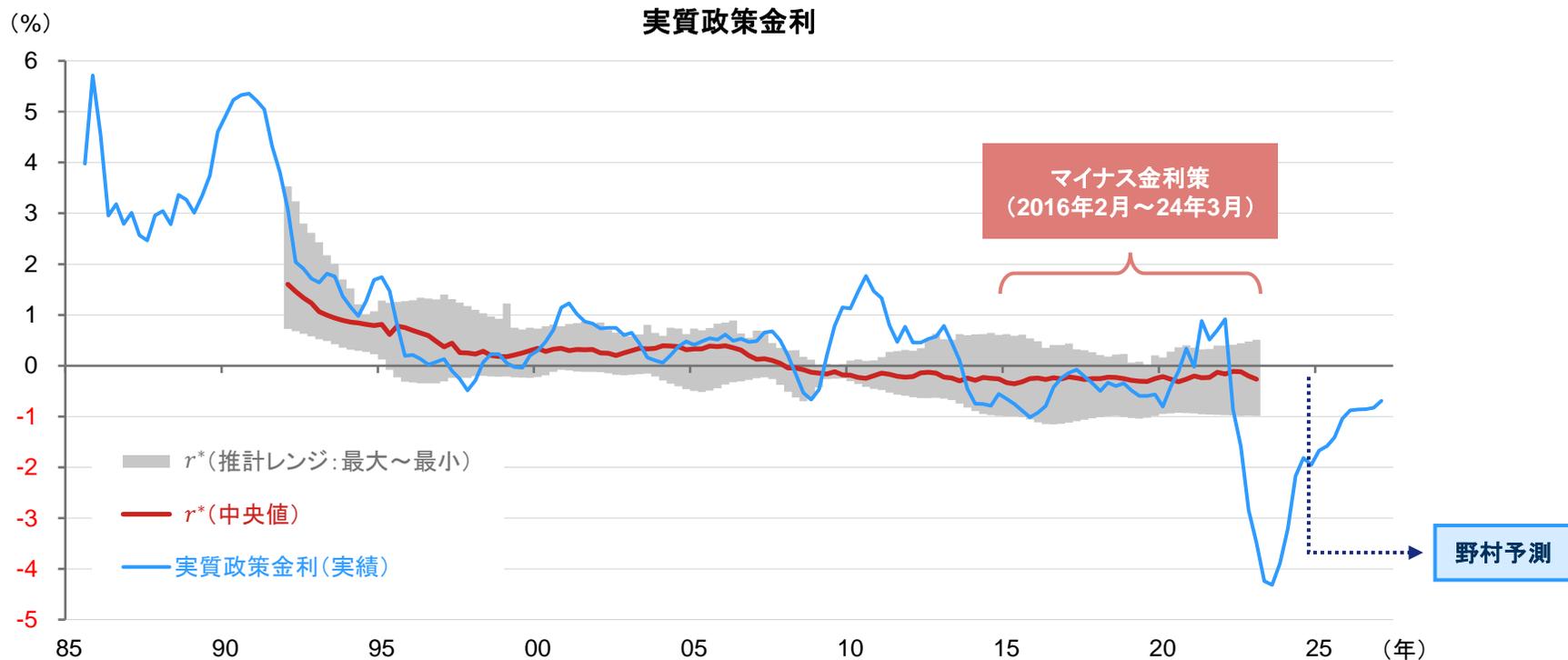
米国、ユーロ圏を下回る日本の r^*



注: 1. r^* (均衡実質政策金利) の推計レンジおよび中央値は杉岡優・中野将吾・山本弘樹『自然利子率の計測をめぐる近年の動向』(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.24-J-9) (2024年8月) の図表2 で示されたモデルに基づく
2. 実質政策金利 = 無担保コールレートオーバーナイト物 - CPI (生鮮食品・エネルギーを除く) の前年比変化率
3. 2024年7-9月期以降の実質政策金利は野村による予測。

- 実質政策金利はマイナス付利策(2016年2月~2024年3月)の時よりも低い
- 実質政策金利は均衡水準である r^* より低い
- こうした環境下、日銀は金融緩和策の調整を検討

実質政策金利は「マイナス付利策」の時期と比べても低い



注: 1. r^* (均衡実質政策金利)の推計レンジおよび中央値は杉岡優・中野将吾・山本弘樹『自然利子率の計測をめぐる近年の動向』(日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.24-J-9) (2024年8月)の図表2で示されたモデルに基づく
 2. 実質政策金利 = 無担保コールレートオーバーナイト物 - CPI(生鮮食品・エネルギーを除く)の前年比変化率
 3. 2024年10~12月期以降の実質政策金利は野村による予測

Revisit Japan: 今回こそは日本が目覚める可能性も

- 人口動態、市場からの圧力を構造変化の源泉として、日本経済(とりわけ企業)が目覚める可能性がある
- (1)労働移動、(2)省力化を狙った設備投資、(3)資本ストックと労働力のより効率的な利用、(4)長期的な賃上げが実現する可能性も
⇒ 中長期的な日本の変化に注目

起こりうる構造変化…変化の源泉、目覚まし時計、期待される効果

2つの構造変化の源流	5つの目覚まし時計	期待される効果
人口動態 1. (少子高齢化) (人口減少)	1. 2021年以降の 15歳以上人口の急減 2. 女性、高齢者を中心とする新たな 労働供給余地の低下 3. 事業承継 のプレッシャー拡大	1. より長期的な 賃上げプレッシャー 2. 労働移動 の促進(労働力の再分配) 3. 省力化を狙った設備投資 の中長期的な増大
2. 市場からの圧力	4. PBR<1倍の企業に対する 東京証券取引所による改善策の要請 5. 新しいNISAの導入 や 持ち合いの解消 を通じた企業のモニタリング主体(投資家層)の拡大	4. 再分配を通じた 労働力、資本ストック、土地 のより効率的な利用 5. 資本ストック の効率的な利用



略歴



森田 京平
チーフエコノミスト

森田 京平は、野村證券のチーフエコノミストとして、国・地域を跨ぐマクロ経済の分析、アセットクラス横断的な金融市場分析をベースとしながら、日本経済の予測を行っています。特に金融政策の分析に強みを持ち、同分野で博士論文を執筆、2018年に九州大学より博士号(経済学)を授与されました。

1994年の野村総合研究所入社以来、一貫してマクロ経済の分析・予測を担当してきました。2001年～04年は野村総合研究所ヨーロッパ(英国)に赴任し、英国、大陸欧州、中東の日本株投資家に対して日本経済の分析・予測を提供。この間、年間500件前後の投資家を訪問する機会を得ました。その後、バークレイズ証券(2008～17年)およびクレディ・アグリコル証券(2017～22年)にて計14年、チーフエコノミストを務め、2022年、野村證券のチーフエコノミストに着任しました。

1994年、九州大学経済学部を卒業。1998～2000年には、米国のブラウン大学大学院経済学研究科に留学し、修士号(経済学)を取得しました。金融政策が非伝統的な世界に向かう中、同分野の理論的、歴史的理解を深めるべく、博士学位請求論文『低自然利子率下の金融政策に関する考察』を執筆、2018年、九州大学より博士号(経済学)を授与されました。

エコノミストとして、(1)緻密でありながらも分かりやすいデータ分析、(2)ローカルではなくグローバルなシナリオ作り、(3)丁寧なデータ分析に基づく中央銀行ウォッチングの3点を心がけています。幸い、機関投資家からも一定の評価を頂き、2024年の日経ヴェリタス・ランキングではエコノミスト部門で2位に入ることができました。

『人口減少時代の資産形成』東洋経済新報社(2005年)、『現代金融論 [新版]』有斐閣(2016年)を分担執筆しました。テレビ東京『Newsモーニングサテライト』に出演、ダイヤモンド・オンライン『経済分析の哲人が斬る！市場トピックの深層』に定期的に寄稿しています。

Appendix A-1

アナリスト証明

私 森田京平は、(1)レポートに記述されている全ての見方が私のここで議論した全ての証券や発行企業に対する私の見方を正確に反映していることを保証いたします。(2)さらに、私は私の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、(3)米国のNSI、英国のNIPあるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

重要なディスクロージャー

リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

野村グループのリサーチは、www.nomuranow.com/research、ブルームバーグ、キャピタルIQ、ファクトセット、LSEGでご覧いただけます。重要なディスクロージャーにつきましては、<http://go.nomuranow.com/research/m/Disclosures>にてご参照いただくか、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インクまでお申し出ください。ウェブサイトへのアクセスでお困りの場合には grpsupport@nomura.com にお問い合わせください。

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づくリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSIの関係者ではない場合があります。また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRAの規則2241やNYSEの規則472を適用されない場合があります。

ノムラ・グローバル・フィナンシャル・プロダクツ・インク(「NGFP」)、ノムラ・デリバティブ・プロダクツ・インク(「NDPI」)およびノムラ・インターナショナルplc(「Nlplc」)は、商品先物取引委員会および米国先物取引委員会にスワップ・ディーラーとして登録されています。NGFP、NDPIおよびNlplcは、通常業務として、先物およびデリバティブ商品のトレーディングに従事しており、いずれの商品も本レポートの対象となることがあります。

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(インド)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): INH000001014)、- コンプライアンス・オフィサー担当者: Ms. Pratiksha Tondwalkar、連絡先: 91 22 40374904、苦情メール送付先: india.compliance-in@nomura.com、インド上場会社に関するレポート若しくはNFASLのリサーチアナリストが執筆したレポート向け: (I) 証券市場への投資は市場リスクの影響を受けます。投資を行う前に、注意深く関連する資料すべてを読んでください。(II) SEBIより許可される登録とNISMからの証明は、仲介者のパフォーマンスをいかなる場合も保証しません。また、リターンをいかなる保証も投資家に提供しません。(I)日本の野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング(「NFRIC」)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・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、NIHKI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、NIHKI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いません。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、いずれの情報も公正性、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フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびFrank Russell Company に帰属します。なお、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社および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、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を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、投資ストラテジー、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、LSEG、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います。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「インスティテューションズ」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「インスティテューションズ」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国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ません。

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、中国に住む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「無登録格付けに関する説明書」<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、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。

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/m/Disclosures>

Copyright © 2024 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

Disclosures as of 08-Oct-2024.



一人ではできないことも、
同じ志を持つ仲間たちとなら達成することができる。

様々な力を結集することで、サステナブルな歩みを加速させ、
豊かな社会の創造に貢献しています。