

2018～20 年度の経済見通し

-高まる下ぶれリスク-

目 次

- | | |
|----------------------------------|----------------------------|
| I. 日本経済：高まる下ぶれリスク | 8. 7-9 月期の公共投資は増加へ |
| 1. 緩やかな成長鈍化継続がメインシナリオ | 9. 上昇するエネルギー価格、伸び悩むコア CPI |
| 2. 輸出の伸びは緩やかに減速と想定 | 10. 金融政策変更余地の限界を暗示する政策柔軟化 |
| 3. 設備投資は 10 年を超える拡大へ | 11. 日本経済見通し |
| 4. 夏場の鉱工業生産はやや弱めに | 12. 世界経済見通し |
| 5. 雇用環境は堅調継続、ただし基調的な賃金は加速せず | II. 米国経済：景気刺激要因と保護主義 |
| 6. 18 年 7-9 月期の個人消費は猛暑による押し下げに注意 | III. ユーロ圏経済：コアインフレ率は徐々に上昇へ |
| 7. 住宅投資の減少基調を、外国人の流入が緩和する可能性 | IV. 英国経済：すべてはブレグジット次第 |
| | V. 中国経済：政策緩和が進む見通し |

野村証券金融経済研究所 経済調査部

美和 卓、桑原 真樹、水門 善之、棚橋 研悟、高島 雄貴

要約と結論

- 8 月 10 日公表の 18 年 4-6 月期 GDP1 次速報を受け、日本経済見通しを改定した。改定後の実質 GDP 成長率は、18、19、20 年度につきそれぞれ前年度比+0.8%、+0.7%、+0.7%である。前回見通し(18 年 7 月 5 日時点)と比べ、18、19 年度がそれぞれ 0.2ppt、0.1ppt の下方修正、20 年度は不変となる。18 年度の下方修正幅が大きいの、目先の実質輸出減速をやや大きめに見ていることが影響している。
- 野村では、従来と同様、グローバル景気と連動して外需主導での緩やかな成長鈍化が 20 年度にかけ継続すると予想する。実質輸出・生産の減速は、一般に雇用の改善ペースを鈍化させるが、人口動態等を背景とした基調的な労働需給逼迫は継続する公算が大きい。ただ、労働需給逼迫が賃金を加速させる効果は引き続き鈍く、実質消費の伸びは基調的に低迷する可能性が高い。
- 基調的な家計需要の弱さは、企業による投入コスト上昇の価格転嫁を抑制し、物価上昇のモメンタムを抑えることになろう。18、19、20 年度のコア(生鮮食品を除く全国総合)消費者物価上昇率は、それぞれ前年度比+0.9%、+0.6%、+0.5%(年度値に関しては全て前回見通しから不変)を予想する。
- 緩やかな成長鈍化の基調の下でも、世界的な製造プロセス自動化の流れを受けた国内製造装置メーカーの需要・生産堅調、人手不足を受けた省力化ニーズの強さ、都市部の旺盛な建設需要、等を背景に、実質設備投資は堅調に拡大すると予想している。しかし、米トランプ政権が主導する保護主義的通商政策は、世界的に企業の投資意欲を抑制するリスクがある。この点、国内設備投資にも相応の下ぶれリスクが生じていると考えざるを得ないだろう。
- インフレの基調的弱さを背景に、日本銀行は 7 月 31 日、金融緩和長期化を前提とした政策柔軟化を決定した。これは、実体経済や物価の更なる下ぶれリスクに対する金融政策の対応余力が極めて限定されている証左でもあろう。景気・物価の下ぶれに対する政策対応はより財政に依存することになろう。こうした点も勘案し、野村では引き続き、19 年 10 月に予定される消費税率引き上げは再延期されることを前提とした。

I.日本経済：高まる下ぶれリスク

1. 緩やかな成長鈍化継続がメインシナリオ

18年4-6月期GDP1次速報を受けた経済見通し改定

8月10日公表の18年4-6月期GDP1次速報を受け、日本経済見通しを改定した。改定後の実質GDP成長率は、18、19、20年度につきそれぞれ前年度比+0.8%、+0.7%、+0.7%である。前回見通し(18年7月5日時点)と比べ、18、19年度がそれぞれ0.2ppt、0.1pptの下方修正、20年度は不変となる。

18年4-6月期実質GDP成長率は市場の事前予想より高め

18年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と、事前の市場予想(ブルームバーグ調査中央値)の同+1.4%を上回る高めの伸びとなった。実質GDP成長率が市場予想を上回る強めの結果となった主な要因は、実質個人消費、実質設備投資が市場予想に比べて強めの内容になった点にある。

個人消費については、1-3月期が悪天候等を背景に前期比マイナスだった反動が表れた他、夏季ボーナス支給の前倒し及び対前年での増加や百貨店におけるサマーセール前倒しの影響等を受けた可能性がある。一方で、7月初旬の西日本豪雨や酷暑の影響によるレジャー関連等サービス消費抑制の影響、基調的な賃金上昇率の鈍さを勘案すると個人消費の堅調さが持続するかどうかは疑問視される。

実質設備投資が強めの結果となった点については、日銀短観等に現れる足元の国内企業の設備投資計画の強さや機械受注等先行指標の動きをみる限り違和感はない。人手不足を受けた旺盛な省力化投資意欲、都市部の不動産、建設需要の堅調さ等が反映された結果とみられる。

一方、実質輸出は、17年10-12月期の前期比+2.1%をピークに、18年1-3月期が同+0.6%、同4-6月期が同+0.2%と、徐々に減速が進む格好となった。グローバル景気の減速を反映し、日本の外需も徐々に減速過程に入りはじめていると判断される。なお、今回の見通し改定において、18年度の下方修正幅が大きいのは、目先の実質輸出減速をやや大きめに見ていることが影響している。

グローバル景気、外需と連動した緩やかな成長鈍化継続

4-6月期実質GDPでは市場予想を上回る高い成長率が記録されたが、日本経済全体としての成長のモメンタム(勢い)は徐々に鈍化に向かいつつあると判断するのが妥当であろう。野村では、従来と同様、グローバル景気と連動して外需主導での緩やかな成長鈍化が20年度にかけ継続すると予想する。

実質輸出・生産の減速は、一般に雇用の改善ペースを鈍化させるが、人口動態等を背景とした基調的な労働需給逼迫は継続する公算が大きい。ただ、労働需給逼迫が賃金を加速させる効果は引き続き鈍く、実質消費の伸びは基調的に低迷する可能性が高い。

インフレ・モメンタムの弱さは継続

基調的な家計需要の弱さは、企業による投入コスト上昇の価格転嫁を抑制し、物価上昇のモメンタムを抑えることになる。18、19、20年度のコア(生鮮食

品を除く全国総合)消費者物価上昇率は、それぞれ前年度比+0.9%、+0.6%、+0.5%(年度値に関しては全て前回見通しから不変)を予想する。

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2018年8月10日時点]

		18年度 (予)	19年度 (予)	20年度 (予)	18暦年 (予)	19暦年 (予)	20暦年 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.6
	<内需寄与度>	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8	0.6
	<民間内需>	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7
	<公的内需>	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
	<外需寄与度>	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	民間最終消費支出	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
	民間住宅投資	-4.8	-1.1	-2.0	-5.7	-1.2	-2.0
	民間企業設備投資	3.4	2.9	2.7	3.3	3.1	2.8
	民間在庫品増減<寄与度>	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
	政府消費	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	公的固定資本形成	0.1	-1.7	-1.4	-0.2	-0.1	-2.6
	財貨・サービス輸出	3.1	2.7	2.4	3.8	2.6	2.4
	財貨・サービス輸入	3.3	2.5	2.3	3.6	2.7	2.3
	名目国内総生産(GDP)	1.2	1.3	1.3	1.1	1.5	1.2
	GDPデフレーター	0.5	0.6	0.6	0.3	0.7	0.6
	生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	1.5	1.1	0.9	1.5	1.4
国内企業物価		2.1	0.8	0.2	2.4	1.0	0.3
消費者物価		0.7	0.6	0.5	0.9	0.6	0.5
除く生鮮食品		0.9	0.6	0.5	0.9	0.7	0.5
	完全失業率(%)	2.4	2.3	2.2	2.4	2.4	2.2
対 外 収 支	貿易収支(兆円)	3.1	2.7	3.0	3.2	2.7	2.9
	貿易・サービス収支(兆円)	1.8	1.4	1.8	1.9	1.4	1.7
	経常収支(兆円)	21.5	20.6	20.6	20.9	20.6	20.6

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。鉱工業生産については、2018年6月速報までの実績をもとに作成。

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

	2018年度	2019年度	2020年度
ドル円相場(年度末値)	112.0	110.0	110.0
消費税率(期末値、%)	8.0	8.0	8.0
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	72.5	69.5	66.6

出所: 野村

高まる下ぶれリスク

緩やかな成長鈍化の基調の下でも、前述の省力化投資、建設投資に加え、世界的な製造プロセス自動化の流れを受けた国内製造装置メーカーの需要・生産堅調等を背景に、実質設備投資は堅調に拡大すると予想している。しかし、米トランプ政権が主導する保護主義的通商政策は、世界的に企業の投資意欲を抑制するリスクがある。この点、国内設備投資にも相応の下ぶれリスクが生じていると考えざるを得ないだろう。

政策の軸足は財政へ

インフレの基調的弱さを背景に、日本銀行は7月31日、金融緩和が従来より長期化する可能性を前提として、10年国債金利の誘導目標であるゼロ%程度に対する許容変動幅拡大や、ETF(上場投資信託)、J-REIT(不動産投資信託)の買入れ目標額に対する実際の買入れ額の柔軟化など、一連の政策柔軟化措置を決定した。これは、実体経済や物価の更なる下ぶれリスクに対する金融政策の対応余力が極めて限定されている証左でもあろう。景気・物価の下ぶれに対する政策対応の軸足は、従来以上に、財政に依存することになるだろう。こうした点も勘案し、今回の見直し改定においても、野村では引き続き、19年10月に予定される消費税率引き上げは再延期されることを前提とした。

2. 輸出の伸びは緩やかに減速と想定

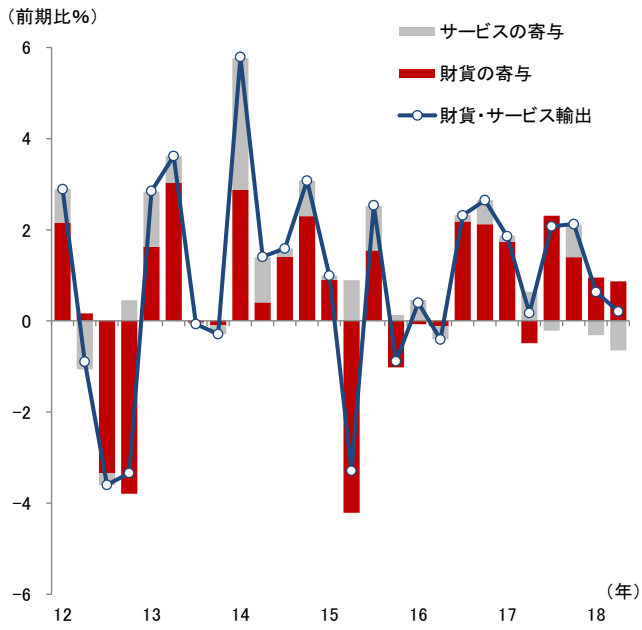
輸出の減速傾向が鮮明に

18年4-6月期のGDPベース実質財・サービス輸出は前期比+0.2%と、微増にとどまった(図表3)。17年7-9月期、10-12月期にはそれぞれ前期比+2.1%と堅調な伸びを見せていたが、本年入り後の輸出減速が鮮明である。日系大手海運3社がコンテナ船事業を統合して設立した新会社が4月に営業を開始したが、本社が海外に置かれたために当該新会社の海上輸送サービスが日本からの輸出に計上されなくなり、4-6月期は実質サービス輸出が前期比-3.3%と大幅に減少した。この点は一時的な要因として割り引いて考える必要はあるものの、実質財貨輸出のみを見ても、4-6月期まで3四半期連続で伸び率は減速傾向をたどっている。

7-9月期の輸出動向を占める材料は少ないが、日本版製造業PMIの新規輸出受注指数を見ると、7月は前月から0.8pt上昇したものの、水準は49.7と、増加/減少の境目である50を下回ったままとなっている。輸出に1期先行する傾向のある機械受注統計の外需も、1-3月期の前期比-1.7%に続き4-6月期も同1.3%減少しており、7-9月期の輸出が減速を続ける可能性を示唆している。

こうした日本の輸出減速は、グローバル景気そのものが鈍化していることを考えれば不自然ではない。グローバル製造業PMIは、17年12月の54.5をピークに低下傾向に転じており、直近の18年7月の52.7まで、減速傾向に歯止めがかかっていない(図表4)。

図表 3: 財貨・サービス輸出の推移



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 4: 製造業 PMI



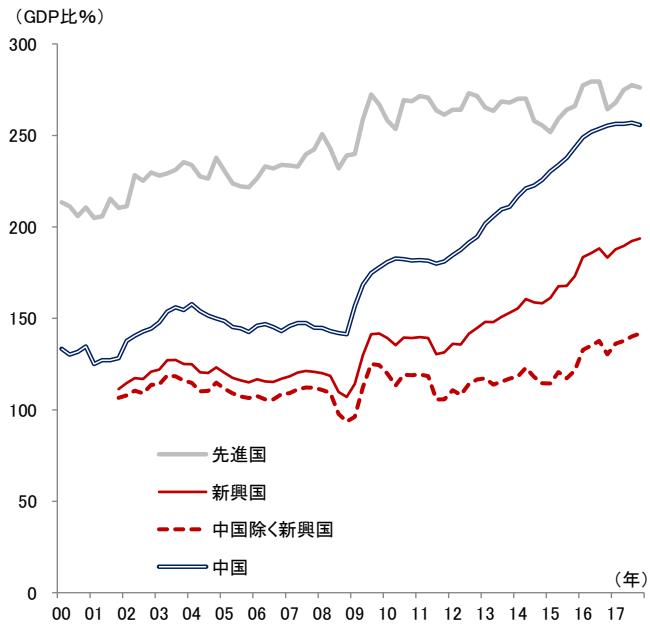
出所: Markit、日本経済新聞社より野村作成

底堅さも見えるグローバル経済、中国景気はリスク

日本の輸出がこのまま減少に転じると判断するのも早計であると見られる。グローバル製造業 PMI は、低下しているとはいえ水準は 50 を上回っており、景気の拡大自体は続いていることを示唆している。地域別にみると、減税や財政支出拡大により米国の製造業 PMI は今年に入ってむしろ上昇している。少なくとも本年いっぱい、米国景気は堅調を続けよう。欧州の製造業 PMI は本年入り後に急減速したが、水準は決して低くない。リーマンショック以降長らく抑制されてきた設備投資需要が顕在化しているところであり、底堅い需要が見込まれる。

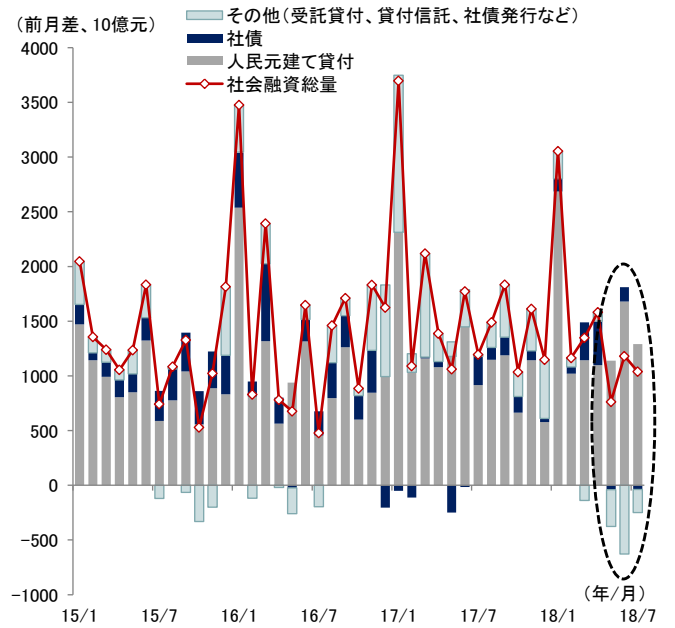
日本の輸出環境にとっての大きな不確実要因は、中国景気であろう。危惧されるのは、中国の非金融部門における債務残高の高まりである(図表 5)。何らかのきっかけでデレバレッジが急速に進み、中国国内での投資が急減速するような展開をリスクとして指摘できる。この意味で、本年 5~7 月に中国の社会融資総量の伸びが減速していること、特に人民元建て貸付以外のシャドーバンキング部門を通じた与信減少が目立つのは気にかかるところだ(図表 6)。

図表 5: 非金融部門債務残高 GDP 比



出所: 国際決済銀行 (BIS) 資料より野村作成

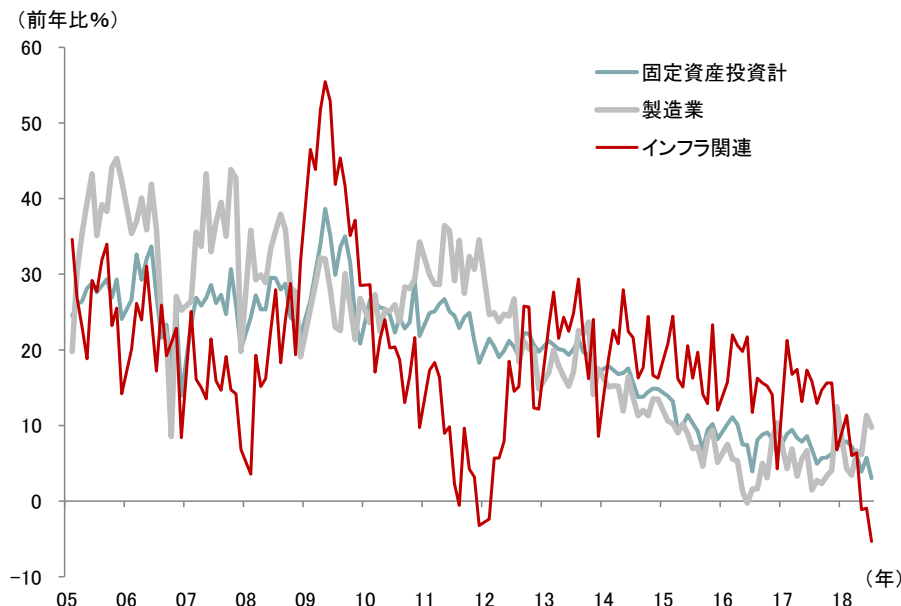
図表 6: 中国の社会融資総量



出所: 中国人民銀行より野村作成

固定資産投資の減速も目立っている(図表 7)。年初来データから独自に計算すると、7月の固定資産投資は前年同月比+3.0%と、6月の同+5.7%からさらに減速した。特に目立っているのはインフラ関連業種での投資減少であり、同-5.3%と大きめの減少となっている。地方政府債務問題へ対処する姿勢が現れていると見られる。

図表 7: 中国の固定資産投資



注: 年初来累計データから、独自に月次の系列を作成した。インフラ関連は、電力、ガス、水道、交通など。1月はデータの公表がないため、2月に1・2月累計の値を入れ、1月は直線補完した。

出所: 中国国家統計局資料より野村作成

ただし、製造業による固定資産投資は+9.8%と、0%台前半の伸びであった年初と比較して明確に高い伸びとなっている。製造業部門の投資の堅調が、インフラ投資削減の余裕を生み出した面もあったかもしれない。加えて、中国共産党は、7月末の政治局会議において、18年下期に積極的な財政政策で景気を下支えする方針を決定しており、インフラ投資の伸びは今後持ち直しを見せると考えられる。

以上を考え合わせると、目先は中国景気の減速を起点として日本の輸出に対する下振れリスクは高そうだ。日本の実質輸出は7-9月期も低めの伸びとなった後、中国政府による政策対応を前提に年末からやや持ち直し、18年度の実質輸出は前年比+3.1%の伸びになると見込む。その後は、米欧景気が底堅いながら鈍化傾向をたどる中で、19、20年度の日本の実質輸出もそれぞれ同+2.7%、+2.4%と、緩やかな減速を見込む。

3. 設備投資は10年を超える拡大へ

企業の設備投資意欲は堅調

18年1-3月期のGDPベース実質設備投資は前期比+1.3%と、堅調な伸びを見せた。16年10-12月期以降、実に7四半期連続での前期比増加となる。企業の設備投資需要は、少なくとも4-6月期までは堅調であったと言える。日銀短観6月調査では、全規模・全産業の18年度設備投資計画(ソフトウェア含み土地除く)が前年比+11.1%と、比較可能な04年度以降最も高い伸びとなっていた。設備投資に1期先行する傾向のあるコア機械受注(船舶・電力を除く民需)も、1-3月期に前期比+3.3%と大幅に増加した。4-6月期のGDPベース設備投資は、これら関連指標の動きとも整合的である。

年後半はやや減速を見込む

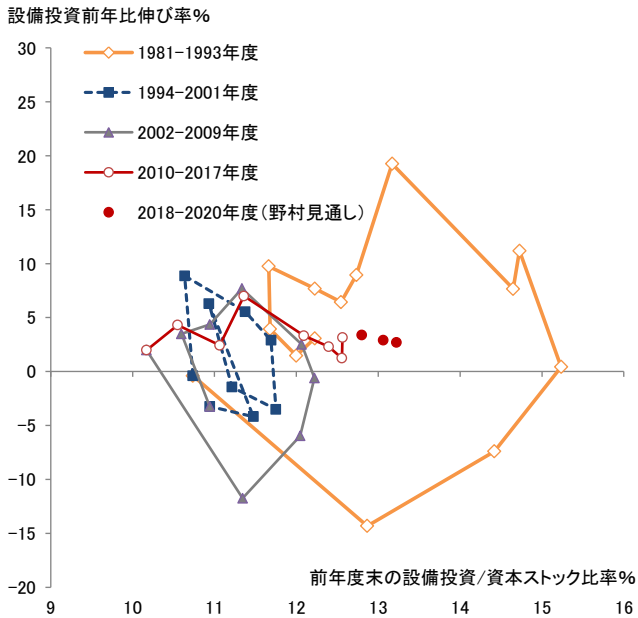
年後半の設備投資は、若干の伸び率減速を見込む。基本的な理由は、既述のように輸出の伸びの鈍化が明確になっている点である。日本の設備投資はかねてより輸出との連動性が高く、輸出減速の中で設備投資が加速していく展開は想定しにくい。コア機械受注も、4-6月期は前期比+2.2%と伸びを鈍化させたほか、必ずしも予測精度は高くないが7-9月期の受注見通しは前期比-0.3%とさらなる減速が見込まれており、設備投資の伸びがいったん減速するパターンを示唆している。非常に強気な日銀短観の18年度設備投資計画との整合性が問題となるが、過去においても企業の設備投資は6月調査時点の計画から実績にかけて下方修正されることが多く、今回も同様に計画が下方修正されることが自然であろう。

設備投資サイクルは成熟段階

やや長い目で振り返ると、日本のGDPベース実質設備投資は17年度まで、8年にわたって増加を続けてきた。これだけ長い期間増加が続いたのは、1990年代以降初めてである。すなわち、設備投資は循環面からは相当程度成熟しており、その意味ではいつ急減速に転じても不思議ではない局面にある。いわゆる資本ストック循環を描いてみても、日本の設備投資は90年代の低成長サイクルを逸脱し、1980年代の領域に戻ろうとしているように見える(図表8)。

企業の期待成長率が1980年代並みに上昇しているのであれば、こうした長い設備投資拡大も正当化されるが、内閣府の調査によれば、上場企業の18年度の実質経済成長率見通しは18年1月時点で1.2%にとどまっている(図表9)。成長する期待がないまま設備投資が拡大している現状は、設備投資に下振れリスクがあることを示唆するものである。

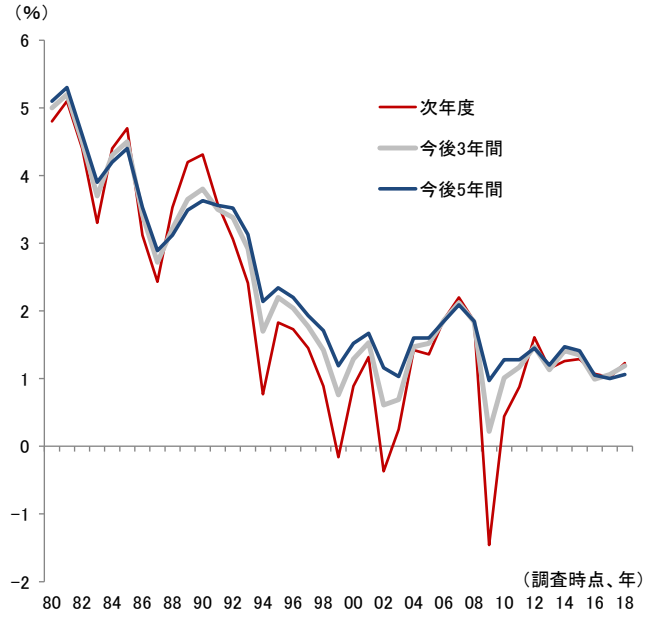
図表 8: 資本ストック循環



注: 先行きの資本減耗率は11.7%として計算。

出所: 内閣府、野村

図表 9: 上場企業の期待実質成長率

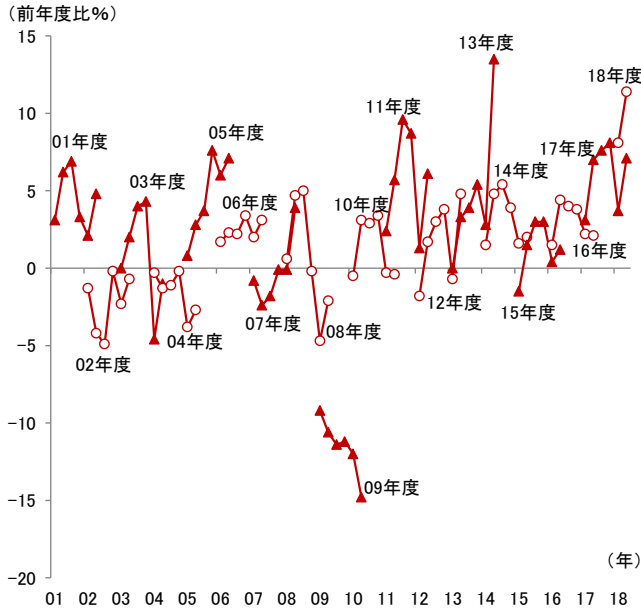


出所: 内閣府資料より野村作成

設備投資長期拡大の背景に省力化投資

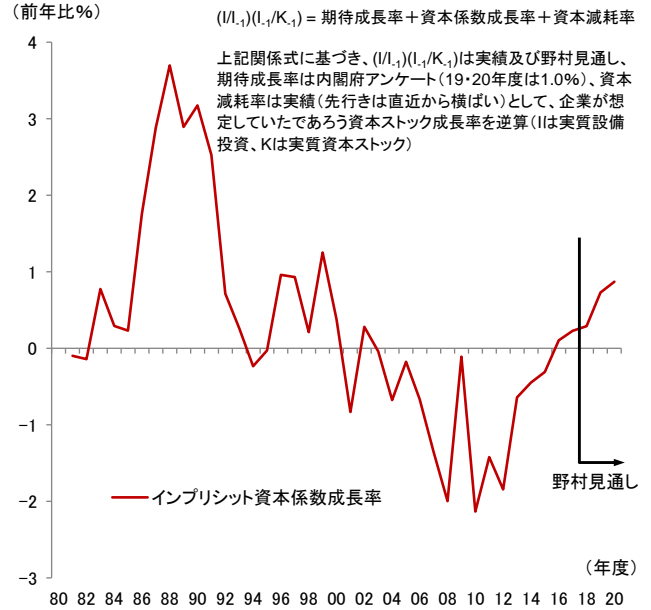
ただし、資本ストック循環に関するもう一つの解釈は、企業が省力化投資を進めている、というものだ。循環図の右方向へのシフトは、期待成長率の上昇だけでなく、「資本係数(=資本ストック/GDP比率)成長率」の上昇によってもたらされる。すなわち、人手不足に直面した企業が、必要労働力を少なくするために設備投資を増やしている場合には、期待成長率が上がらなくても設備投資の長期拡大が正当化される。日本で起きているのは、こちらである可能性の方が高いだろう。日銀短観において、企業のソフトウェア投資計画が堅調であることも整合的であろう(図表10)。

図表 10: 日銀短観ベースソフトウェア投資計画（全規模・全産業）



出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 11: インプリシット資本係数成長率の推計



出所: 内閣府資料より野村作成

そこで、企業がどの程度の資本係数成長率を意図して設備投資を行っているかを試算してみよう。資本係数=資本ストック/GDP比率の実績値は、たとえばリーマンショック時に大きく上昇しているが、それはGDPが想定外に落ち込んだためであり、企業が意図して資本係数を高めるような投資を行った結果ではないと考えられる。企業がどの程度の資本係数上昇率を事前に意図していたかを推測するため、ややテクニカルになるが、(1)設備投資/1期前資本ストック=(2)期待成長率+(3)資本係数成長率+(4)資本減耗率の関係式を元に、(1)と(4)は実績値を、(2)には内閣府調査による上場企業の期待成長率を代入して、(3)を「インプリシット資本係数成長率」として逆算すると、04年度以降マイナスが続いた後、16・17年度はプラスに転換していた計算となる(図表 11)。企業の期待成長率は上昇していないものの、人手不足に対応するために資本係数を引き上げるような投資が行われ始めていると推察される。

ちなみに、資本減耗率を直近値から横ばい、企業の期待成長率を1%と仮定し、野村の設備投資見通しが正当化されるインプリシット資本係数成長率を計算すると、20年度に0.9%まで加速する計算となった。いくつかの仮定を置いた簡便な試算では、0.9%の資本係数上昇により労働力は0.4%程度節約できる(生産量=資本ストック^α×労働^{1-α}の生産関数を仮定、α=0.3として計算)。逆に、もし省力化投資が進まず、資本係数が17年実績比横ばいとなる場合には、設備投資は20年度までの3年間で平均0.4%の伸びにとどまる計算となる。

設備投資は減速しながら息の長い拡大を見込む

すなわち、循環的に見れば日本の設備投資はこれから加速していく局面にはなく、輸出の減速や貿易摩擦を巡る不透明感の増大などを引き金に減速局面に入る可能性も否定はできない。ただし野村では、省力化投資など息の長い需要に支えられ、10年を超えて拡大が続く展開をメインシナリオとしている。

より短期的には、日本の設備投資は先述のように年後半に増勢を落とした後、再びやや加速に向かうことで、18年度のGDPベース実質設備投資は前年比+3.4%を予想する。その後は、輸出と同様ややペースを落とし、19年度同+2.9%、20年度同+2.7%を見込む。連動性の高い輸出よりも高めの伸びを見込むのは、先に述べた省力化投資など外需から独立な需要の存在を想定しているためである。なお、省力化投資はそもそも人件費抑制のために行われるものであり、所得の抑制を通じて個人消費の停滞につながる面がある点には注意が必要だ。

4. 夏場の鉱工業生産はやや弱めに

全体としての在庫調整はいったん収束

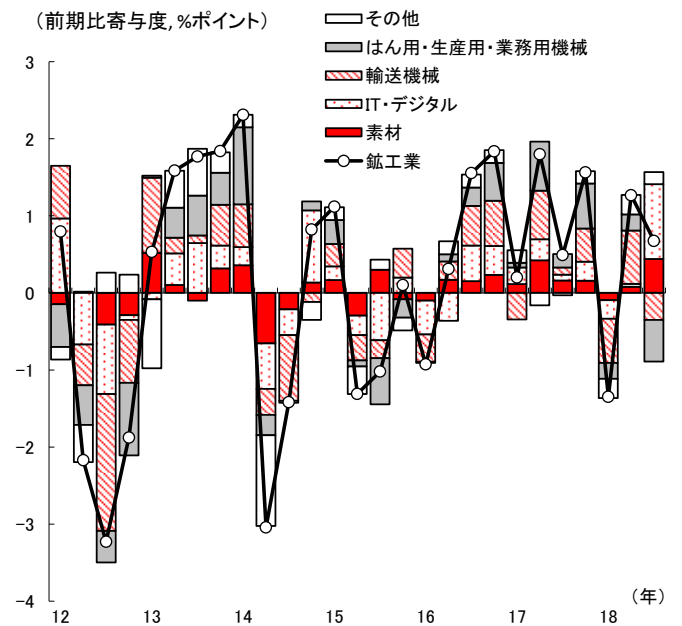
4-6月期の鉱工業生産は前期比+1.3%と、1-3月期の同-1.3%から増加に転じた。1-3月期は多くの業種で生産が減速していたが、昨年までの堅調な生産拡大の後の、自然な在庫調整という側面も強かったと見られる。鉱工業在庫率(在庫/出荷)指数はしばらく低水準で推移していたが、17年10-12月期に前期比+0.9%、18年1-3月期に同+2.5%と上昇に転じていた(図表12)。逆に、4-6月期は生産増加とともに在庫率指数は同-0.2%と低下に転じており、全体としてみれば在庫積み上がりに伴う調整は短期的なものであったと評価できよう。

図表 12: 在庫率の推移



出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 13: 鉱工業生産指数の業種別内訳



注: 1. IT・デジタル=電気機械+情報通信機械+電子部品・デバイス。2. 素材=鉄鋼+非鉄金属+化学。2. 2018年7-9月期は、7・8月平均の4-6月平均比。7・8月は生産予測指数を過去3カ月平均の実現率・予測修正率で調整して作成。

出所: 経済産業省資料より野村作成

7-9 月期鉱工業生産についての不確実性は多い

ただし、既述のようにグローバル景気自体が減速していることもあり、7-9 月期の鉱工業生産が増加を維持できるかについては不確実性が高い。製造工業生産予測調査に基づき、過去 3 カ月の実現率・予測修正率を加味して 7・8 月生産水準の 4-6 月平均比を計算すると、+0.7%となる(図表 13)。4-6 月期から減速しながら増加を維持する形であるが、業種別のばらつきが大きい。はん用・生産用・業務用機械工業の生産は同-3.4%、輸送機械工業も同-1.7%となっている一方、電子部品・デバイス工業の生産は同+10.8%の大幅な伸びが見込まれている他、化学も同+5.4%と堅調である。

既に述べたような日銀短観の強気な設備投資計画を考えれば、はん用・生産用・業務用機械工業の生産減少には違和感があるが、海外需要の減速か、機械受注統計で示されているような国内設備投資のスピード調整を反映しているとの解釈は可能であろう。輸送機械工業については、西日本豪雨の影響が出ている可能性がある。7 月の豪雨により、自動車生産が 4 万台ほど停止したとされているが、日本における 1 か月あたりの生産台数は 80 万台程度であるため、7-9 月期の生産台数は 2%弱減少する計算になる。また、生産予測調査の調査時点は 7 月 10 日現在となっており、豪雨の影響が十分に織り込まれているとは限らない。

電子部品・デバイス工業の強気生産見通しについては、IT 産業における技術革新に伴う需要堅調が見込まれている点では違和感はないが、気がかりなのは在庫率の急上昇だ(図表 12)。同業種の在庫率指数は 5 カ月連続で前月上昇しており、13 年 2 月以来の水準となっている。生産計画が強気である以上、どちらかと言えば積極的な在庫積み増しという性格が強いと判断するのが筋ではあるものの、予期せぬ需要の減少があった場合の下振れリスクが強まっていることは確かであろう。

鉱工業生産は 7-9 月期に前期比横這い、その後緩やかな回復軌道に戻ると想定
全体的に見れば、7-9 月期の鉱工業生産には下振れリスクが多そうだ。そこで、7-9 月期の鉱工業生産はいったん前期比横ばいとなった後、輸出に歩調を合わせる形で 10-12 月期以降再び緩やかに増加すると見込む。18 年度全体では前年比+1.5%、その後は 19 年度同+1.1%、20 年度同+0.9%と、緩やかな増勢鈍化を予想する。

5. 雇用環境は堅調継続、ただし基調的な賃金は加速せず

18 年 4-6 月期も雇用環境は良好

18 年 4-6 月期も雇用環境は堅調を維持した。雇用者数は前期比+0.6%と 1-3 月期に同+1.1%と非常に高い伸びとなった後も、高めの伸びが続いた。失業率も期中平均で前期差-0.1%ポイントと下落し、2.4%となった。労働需給の逼迫が続いていると言えよう。

前期比ベースの雇用者増加は緩やかなペースへ向かうと予想

野村では、「働き方改革」関連法の成立に合わせて、残業時間の上限規制導入に対応するため企業が採用を増やしたことが、18年前半に見られた雇用者数の急増の背景にあると考えている。

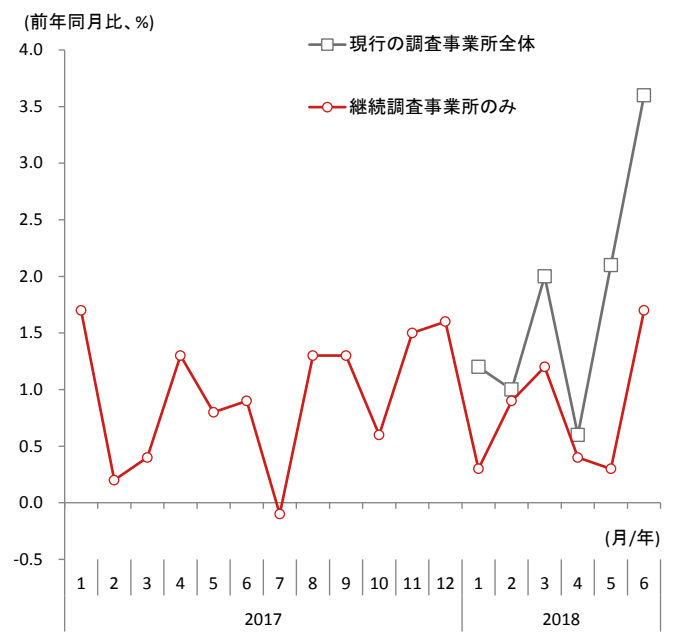
ただし、こうした制度変更に備えた採用増加はある程度一巡したと見ておいた方が良さそうだ。新規求人数は4-6月期に前期比+2.1%と増加しており、この点のみに焦点をあてると先行きも雇用者数の高い伸びが続く可能性を示唆している。しかし、4-6月期の新規求人数は+2.9%と高めのゲタを履いたところからスタートしており、4-6月平均では3月とほぼ同水準であった(図表14)。野村では、18年前半に急増した雇用者数は、18年後半にはそのペースを落とし、緩やかな増加基調を辿ると予想している。

図表 14: 新規求人数



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 15: 調査事業所別の現金給与総額



出所: 厚生労働省資料より野村作成

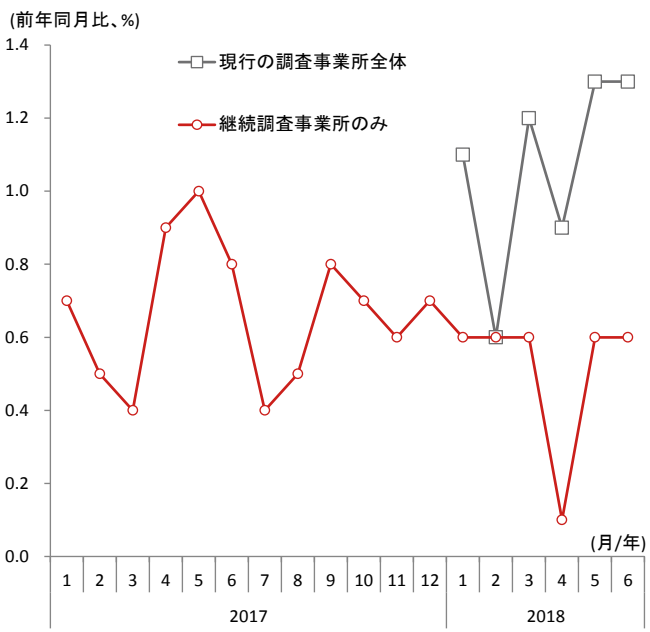
賃金の基調に加速感は見られていない

雇用環境は堅調で、労働需給は逼迫していた一方、基調的な賃金の加速はまだ心許ない。毎月勤労統計では18年1月のサンプル替えにより、前年比の伸びが実勢よりも高く出ているため、17年からの継続調査事業所のみデータを見ると、6月の一人当たり賃金は前年同月比+1.7%と、5月の同+0.3%から加速している(全調査事業所ベースでは6月:同+3.6%、5月:同+2.1%。図表15)。ただし、賃金の基調に大きな影響を与える、基本給を意味する所定内給与は同+0.6%と加速感は見られていない(図表16)。残業代を意味する所定外給与と所定内給与の合計である「きまって支給する給与」を見ても、同+0.8%と5月の同+0.6%から小幅の加速に留まっており、一人当たり賃金の大幅な加速をもたらしているのは特別給与ということになる。

6月という時期を踏まえると、18年の夏季賞与が堅調な伸びとなった可能性を示唆していると言えようが、賞与はその性格上、企業業績の影響を受けやすい。野村では先行きの景気鈍化を予想しており、であるならば、特別給与の高い伸びが続くとは考えにくい。

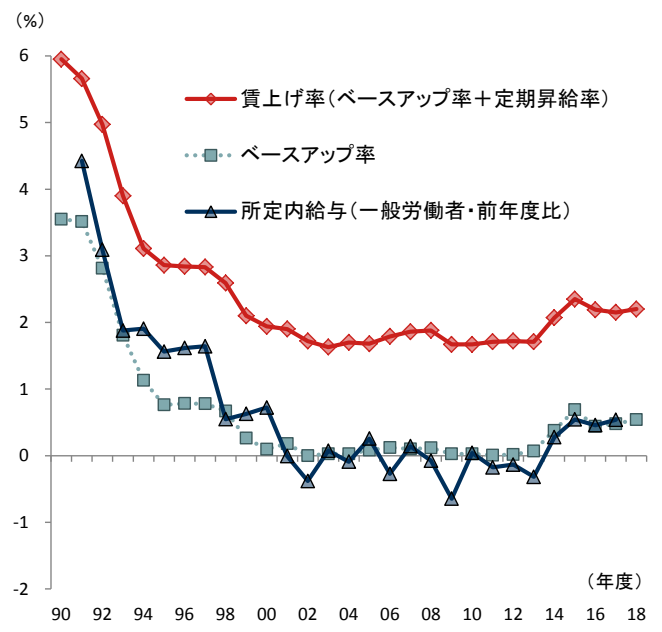
また、本稿執筆段階では6月のデータはまだ速報値であり、毎月勤労統計では確報値にかけて主にパートタイム労働者の値が集計に追加されることで、一人あたりの数字は引き下げられる傾向がある。また、特別給与は支給時期のずれによって大きく振れるため、夏季賞与の動向を確認するためには7月のデータも待ちたい。

図表 16: 調査事業所別の所定内給与



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 17: 所定内給与と賃上げ率



注:1..賃上げ率は全て連合調査に基づく計数であるが、13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。
2.15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。

出所: 日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会より野村作成

18年春闘で最終的に妥結されたベア率は17年より高いが小幅

上述のとおり、賃金の基調に大きな影響を与えるのは所定内給与であり、その伸びは毎年の春闘で妥結されるベースアップ率(ベア率)に影響される。18年春闘は7月6日に最終結果が連合から公表され、ベア率は+0.54%となった(図表17)。17年の+0.48%を上回る結果ではあるものの、やはり賃上げの動きは鈍いと言える。野村では、19年以降の春闘についても、未発達な転職市場や賃金・解雇に関する雇用慣行といった問題が絡まっていることによって、0%台半ばをやや上回る程度の小幅なベア率の妥結が続くと予想している。

なお、総賃金(=雇用者数×一人当たり賃金)に関しては、18年は一人当たり賃金に加速感があまり見られない一方、上記のとおり制度変更を見据えた雇用者数増加によって、前年比+3%弱程度の高い伸びとなると見ている(18年1月の

サンプル替えによる影響を含むベースである点には注意されたい)。しかし、19年、20年は引き続き賃金が伸び悩む中、雇用者数の増加ペースも鈍化することで、総賃金の伸びも前年比+1%台前半まで鈍化すると予想している。

6. 18年7-9月期の個人消費は猛暑による押し下げに注意

4-6月期の個人消費は増加したが、弱含んだ1-3月期からの反動の面も

18年4-6月期のGDPベースの実質個人消費は前期比+0.7%と大きく増加した。内訳を見ると、サービスや耐久財の寄与が大きい。ただし、野村では消費の基調は強くないと見ている。4-6月期の個人消費は前期比増加したものの、1-3月期に悪天候や生鮮食品の高騰などの一時的な押し下げ要因が剥落し、その反動が出たという側面が考えられる。実質民間最終消費支出の18年1-3月期と4-6月期の平均を17年10-12月期と比べると、+0.2%の小幅増加に留まる。

18年夏場は豪雨、猛暑に見舞われている

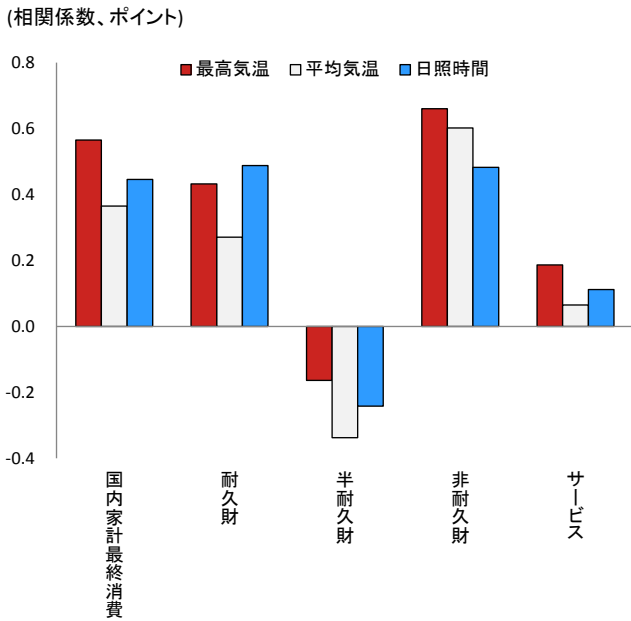
18年7月以降、天候に関するトピックが例年よりも注目を集めている。7月初頭には西日本豪雨が中国・四国地方を中心に大きな被害をもたらした。また、7月後半以降は全国的に例年よりも気温が高い状態が続いており、観測史上の最高気温を更新した。

こうした災害や例年と大きく異なった天候・気温などは、個人の経済活動及び景気全体に影響を与える可能性が考えられる。実際に、直近7月の景気ウォッチャー調査では猛暑を受け家電の販売などが好調であるという、ポジティブな影響を指摘する向きもあった一方で、西日本豪雨や猛暑が売りに上げにネガティブな影響を与えているというコメントが目立っており、家計動向関連の現状判断DIは前月差-2.1ポイントと下落している。

個人消費は最高気温と連動性が高い

上記の気象要件が経済活動に与える影響を分析するならば、気温や晴天・雨天(ここでは日照時間とする)についてのデータを用いることが有用と考えられる。過去の傾向を見ると、個人消費と最も連動性が高いのは最高気温となっており、また消費項目別では、飲料などが含まれる非耐久財や、エアコンが含まれる耐久財が最高気温と連動しやすい(図表18)。実際に、7月の景気ウォッチャー調査においても、家計動向関連の他の項目が低下する中、小売り関連の現状判断DIは前月差+0.1ポイントと、相対的に底堅く推移している。

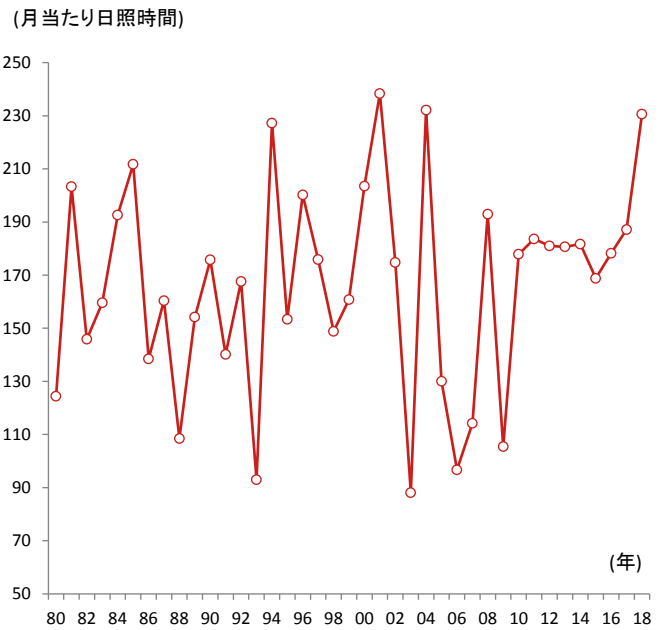
図表 18: 7-9 月期の気象データと各消費項目の連動性



注：1.各消費項目の前年比と、最高気温の前年差を相関係数の計算に用いた。期間は1995年から2017年。2.気象項目に関して、各都道府県の県庁所在地の月次データを、2014年の名目県内総生産で加重平均した。東京都は東京(東京管区気象台)、データの制約上、埼玉県は熊谷、滋賀県は彦根。

出所: 気象庁、内閣府資料より野村作成

図表 19: 7 月の日照時間



注：図表 18 と同様の方法で各都道府県の日照時間を統合。

出所: 気象庁、内閣府資料より野村作成

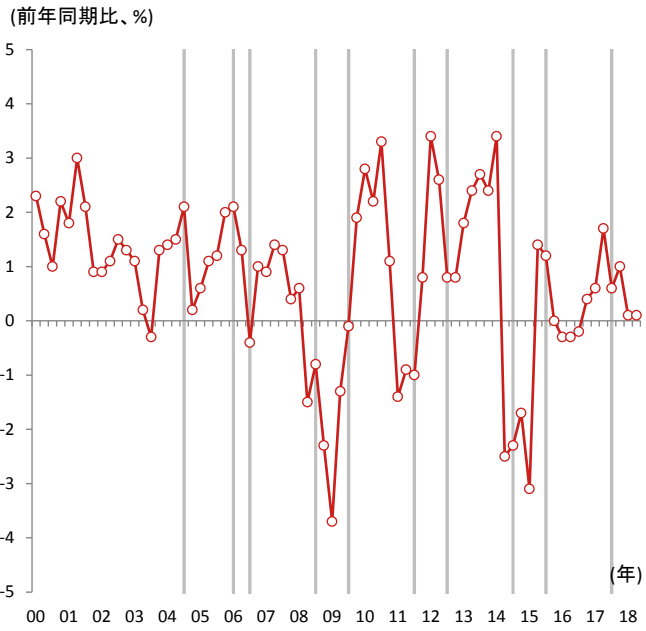
18 年 7 月は西日本豪雨があったものの、日照時間は平年より多かった

なお、日照時間も個人消費とある程度の連動性を有しており、西日本豪雨による消費押し下げ効果が想起されるものの、全国平均で見れば7月の日照時間はここ数年と比べるとむしろ多かった(図表 19)。また、過去の大規模な豪雨・豪雪などの時期を見ても個人消費が下振れたという傾向は明確でない(図表 20)。都道府県別に家計動向関連の現状判断 DI を見ても、西日本豪雨で被害が集中した中国地方の下振れが目立っているが、全国で見ればその影響は小さい(図表 21)。

実際に既に公表されている7月の販売統計を見ると、新車(乗用車)販売台数は前月比+2.9%(季節調整は野村による)と増加している。7月の大手百貨店の月次プレスリリースを基に7月の百貨店販売額を試算すると、6-7月平均の5月比は-0.4%(季節調整は野村による)と小幅の減少に留まる計算になり、明確に弱含んでいる訳ではない(18年は夏場のクリアランスセールの一部が6月に前倒しされたために、6-7月で均して見る必要がある)。総じて西日本豪雨による、日本全体でみた個人消費押し下げ効果は軽微であると見込む。

また、7-9月期の個人消費に関しては、前述したような所得の伸びが追い風となる可能性はあろう。6月の特別給与は高めの伸びとなっており、7月のデータも待つ必要はあるものの、夏季賞与が堅調な伸びとなった可能性が考えられる。

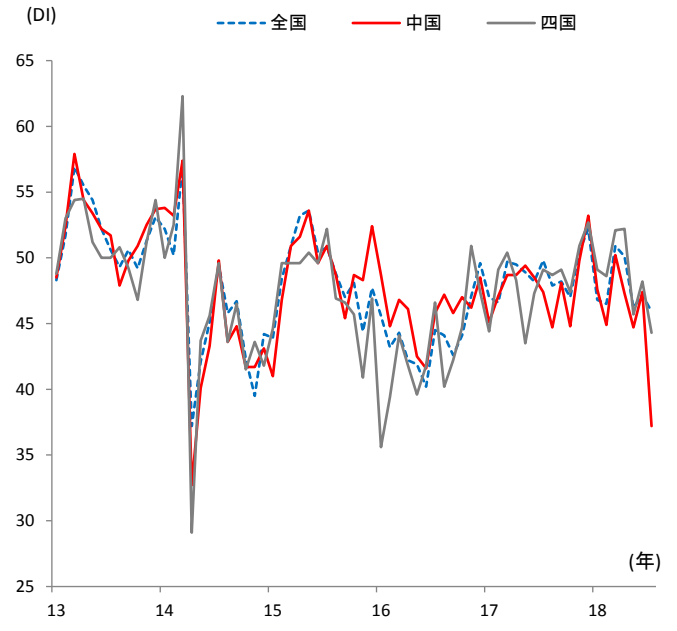
図表 20: 個人消費と顕著な被害をもたらした災害



注：シャド一部分は、気象庁が名称を付けた、顕著な被害をもたらした豪雨・豪雪などの災害が発生した期間。

出所：気象庁、内閣府資料より野村作成

図表 21: 地域別、家計動向関連の現状判断 DI



注：原数値。

出所：内閣府資料より野村作成

7月のサービス関連の現状判断 DI は 14年4月の消費増税以来の前月差下落幅

一方で、サービス消費は7月の天候状況によって打撃を受けた可能性が考えられる。7月の景気ウォッチャー調査のサービス関連の現状判断 DI は前月差-6.9ポイントと、他の項目よりも下落幅が大きい(図表 22)。また、これは14年4月の消費増税以来の前月差下落幅となっている。景気ウォッチャーのコメントでは、猛暑が外出を手控えさせたというコメントが散見される。

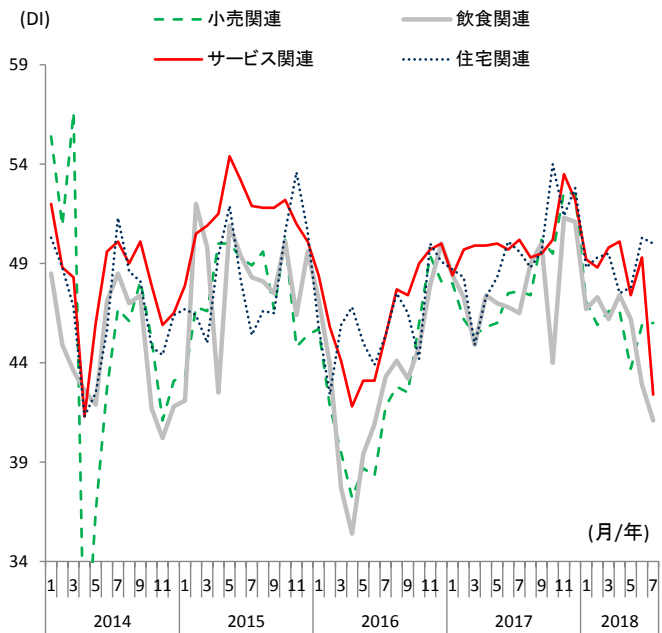
景気ウォッチャー調査のサービス関連の現状判断 DI は、サービス消費に比べ、実際はむしろやや遅行する関係がある(図表 23)。回答者は回答月の動向のみではなく、回答時期までのサービス消費の基調をやや長い目線で鑑みながら回答をしている可能性が考えられる。18年4-6月期の実質サービス消費は前期比+0.8%と高めの伸びとなったにも関わらず、7月の景気ウォッチャーの結果が悪かったことは、それだけ7月のサービス産業の動向が弱いことを示唆しているのかもしれない。

個人消費は 18年4-6月期に高く伸びた後、7-9月期に反動減が予想される

全体としては、夏季賞与の伸びや猛暑が財の販売にポジティブに働くと考えられる一方、サービス消費には懸念が残る。4-6月期の実質個人消費は前期比+0.7%と高い伸びとなったが、賃金の基調的な伸びに加速感が見られておらず、その持続性は疑問視されよう。野村では、賃上げの動きが鈍いことを背景として、実質個人消費の基調は今後も弱めで、前年比0%台半ばの伸びが続くと見ている。

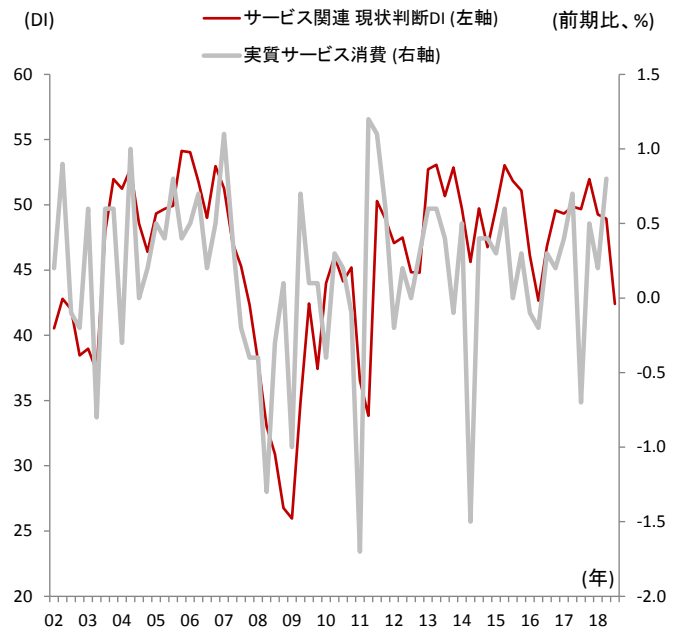
なお、7-9月期の全体で見た個人消費はサービス消費を中心として伸び悩むと見込まれるが、上述の7月の販売統計の状況や夏季賞与が堅調な伸びとなった可能性も踏まえ、大幅な下振れにはならないと野村では予想している。

図表 22: 家計動向関連の現状判断 DI



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 23: サービス関連の現状判断 DI とサービス消費



出所: 内閣府資料より野村作成

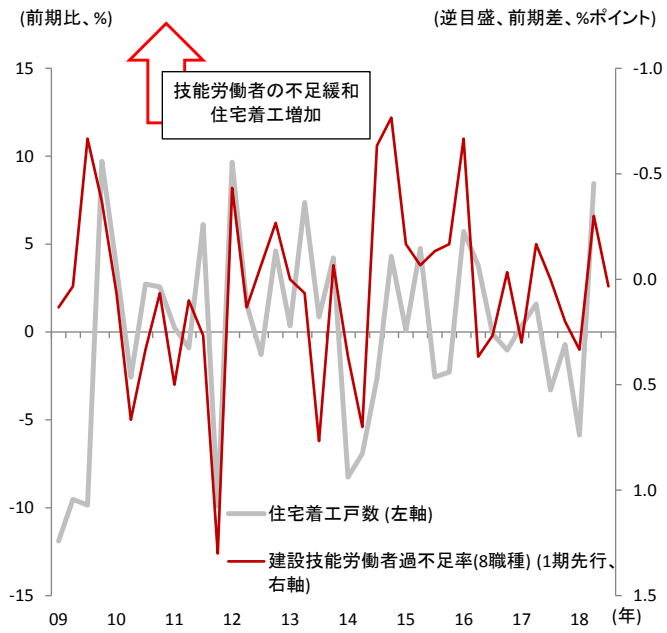
7. 住宅投資の減少基調を、外国人の流入が緩和する可能性

18年4-6月期の住宅着工戸数は大幅増加、しかし短期的か

18年4-6月期の実質住宅投資は前期比-2.7%と4四半期連続の前期比減少となった。新築住宅着工戸数が4-6月期に同+8.5%と4四半期ぶりに大きく増加したことを踏まえると、4-6月期の実質住宅投資が1-3月期の同-2.3%よりも大きな減少幅となったのは、過去の傾向からすればやや意外感があるが、工事の進捗ペースで住宅投資に計上されるため、着工戸数と実際の投資額の動きが完全に一致する訳ではない。着工戸数の増加が反映されるのは7-9月期以降に持ち越されると考えられる。

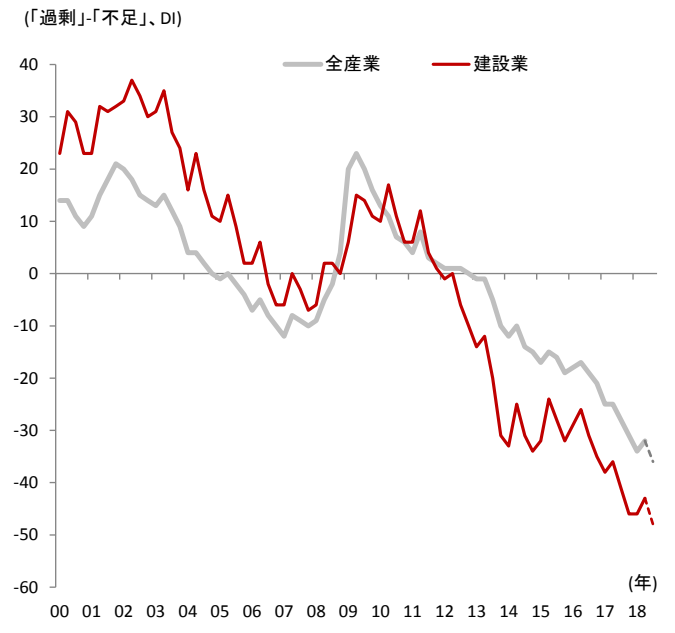
住宅投資の今後を占う上で重要な、住宅着工戸数の動向を見てみよう。住宅着工戸数に先行する傾向がある、建設技能労働者の過不足率は1-3月期に前期比-0.3%ポイントと不足感が緩まっていた(図表 24)。建設業界では他の産業よりも人手不足感が強く、現在では供給面の制約が強く作用しやすいと考えられ(図表 25)、1-3月期の人手不足感の緩和は、やや遅れて4-6月期の着工戸数増加に影響した可能性を指摘できよう。一方で、4-6月期には建設技能労働者の不足感がさらに緩和された訳ではなく、目先は労働需給の緩みに伴う住宅着工戸数の増加を期待しにくい。着工戸数は4-6月期に大きく増加した事も鑑みれば、7-9月期には反動減が見られる可能性が高いと見ておくのがよいだろう。

図表 24: 建設技能労働者の不足率と住宅着工戸数



出所: 国土交通省資料より野村作成

図表 25: 雇用人員判断 DI



注: 1.全規模の計数。2.18年7-9月期は6月調査の「先行き」の計数。

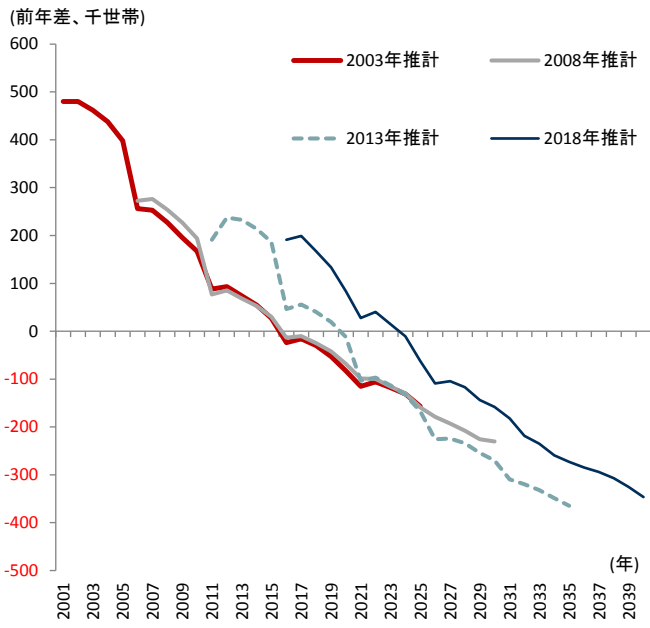
出所: 日本銀行資料より野村作成

国立社会保障・人口問題研究所の見通しよりも世帯数の伸びが上振れる理由

野村では、人口減少という構造的な問題を抱える日本では、世帯数も伸びにくく住宅需要も減少方向を予想している。国立社会保障・人口問題研究所(以下、社人研)の世帯数見通しも、見直し改訂と共に修正される傾向はあるものの、その伸びが鈍化していく傾向は変わらない(図表 26)。

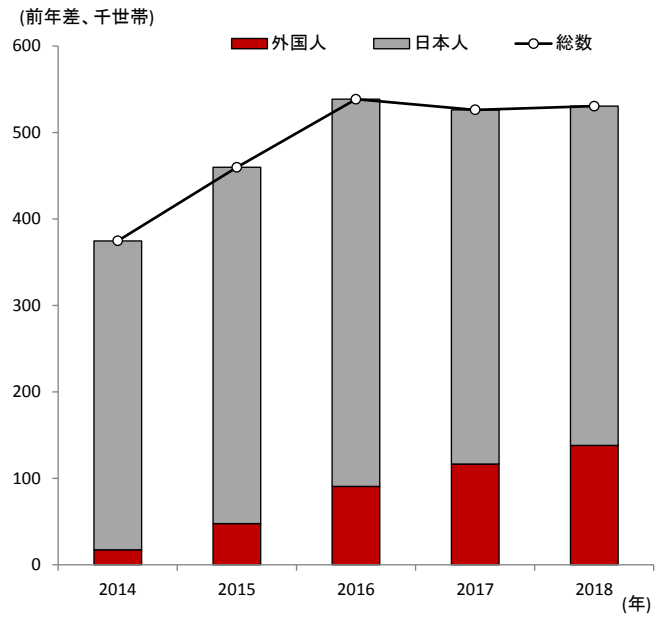
しかし、総務省が公表している住民基本台帳の世帯数の伸びには鈍化が見られない(図表 27)。住民基本台帳は届け出がある登録の計数である一方、社人研が推計に用いている国勢調査は実際の居住地において調査を行っているため、その調査対象が若干異なるものの、方向感の違いが目立つ。住民基本台帳の世帯数の内訳を見ると、日本人の世帯数は伸びが鈍化している一方、外国人の世帯数が伸びを拡大させており、全体の世帯数の伸びを支えている。

図表 26: 国立社会保障・人口問題研究所の世帯数見通し



出所: 国立社会保障・人口問題研究所資料より野村作成

図表 27: 住民基本台帳の世帯数



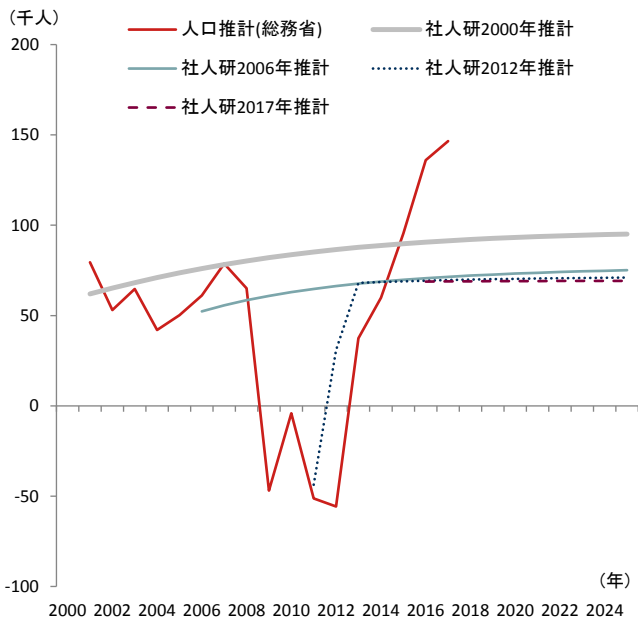
出所: 総務省資料より野村作成

社人研は外国人の世帯数の見通しは公表していないものの、外国人の純流入数に関しては見通しを公表している。この見通しと、総務省が出入国管理統計などから算出している人口推計の外国人流入数を比べると、社人研の見通しでは外国人の純流入は年間7万人程度で横ばいが続く一方、17年の実績は15万人と、足元で大きく上振れている(図表 28)。

外国人の純流入数は13年から大きく伸び始めた。在留外国人の内訳を見ると外国人労働者が増加しており(図表 29)、在留資格別に見ると全体的に増加が見られる(図表 30)。背景には、2008年のリーマンショックや2011年の東日本大震災の悪影響がこの頃から後退し始めた可能性、日本国内の人手不足を背景に技能実習生を招く傾向の強まりや、20年までに外国人留学生を30万人受け入れる政府の目標に向けた動きが功を奏し始めた可能性が考えられる。

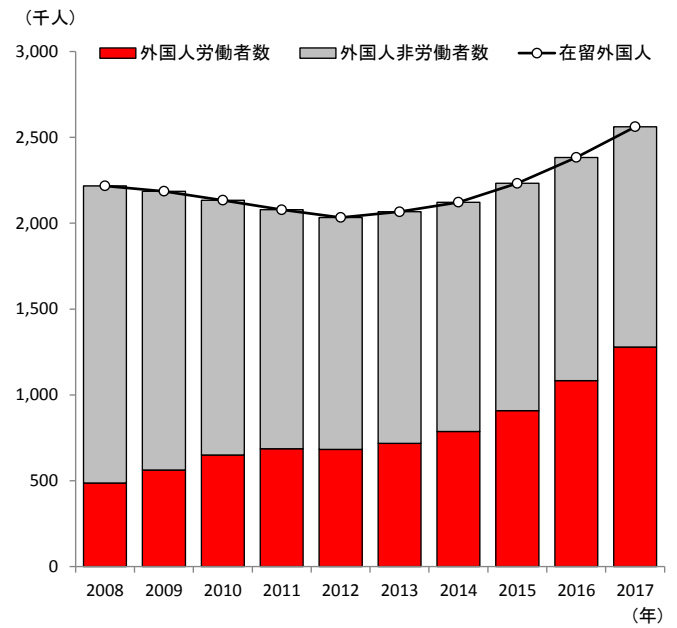
直近で政府は、国内の人手不足感の深刻化を背景として外国人労働者の受け入れへ舵を切り始めており、現行の社人研の見通しよりも高いペースでの外国人の流入が続く可能性が高いだろう。期間を決めて日本に滞在する技能実習生や留学生などは、新たに住居を建てて住むよりも既存の住宅に住む可能性が高いと考えられ、増えた人数がそのまま新たな住宅建設需要につながる訳ではないと考えられる。それでも足元での高いペースでの外国人の流入ペースやその世帯数の増加を鑑みれば、日本国内の住宅投資が減少していくというトレンドを変えるには至らないものの、その動きを幾分和らげることができると野村では見ている。

図表 28: 日本への外国人純流入数



出所: 国立社会保障・人口問題研究所、総務省資料より 野村作成

図表 29: 在留外国人数

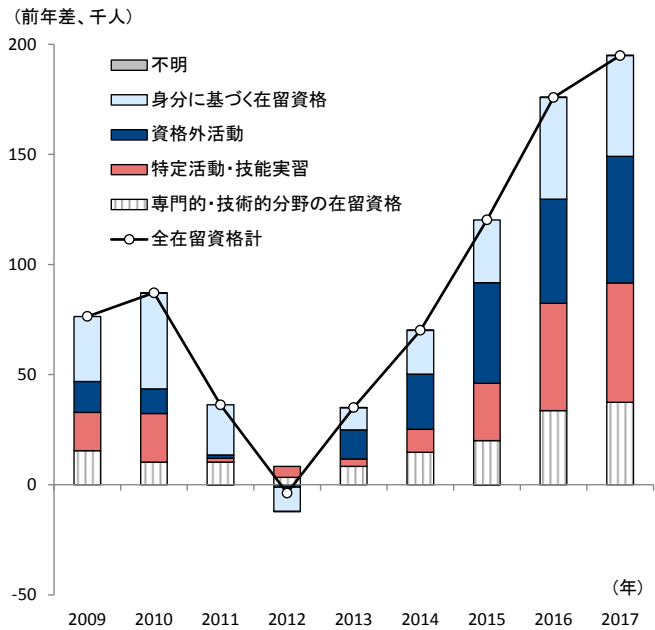


出所: 法務省、厚生労働省資料より野村作成

西日本豪雨による建て替えは 19 年 4-6 月期に 3000 戸と想定

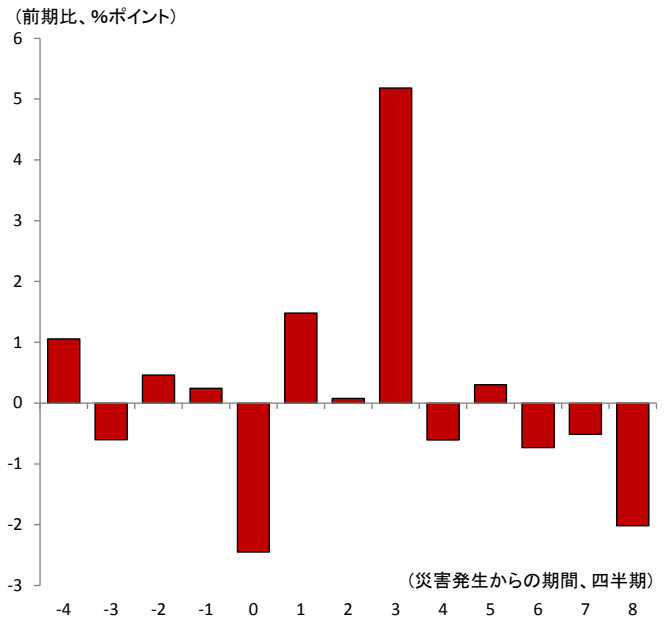
なお、18 年 7 月の西日本豪雨で被災した住宅の建て替えは 19 年 4-6 月期から始まると想定している。過去の主な災害と、その後の復興までの期間や、どれほど建替えが行われたかを見出すのは難しいものの、過去の災害と、その後の住宅着工の動向を見ると、被災から概ね 3 四半期後に住宅着工戸数が増加する傾向が見受けられる(図表 31)。現時点では 19 年 4-6 月期に 3000 戸の建て替えを想定している。

図表 30: 在留資格別、外国人労働者数



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 31: 災害発生からの期間と住宅着工戸数



注: 2011年以降の気象庁が名称を付けた、顕著な被害をもたらした豪雨に関して、それぞれの発生前後の期間の住宅着工戸数の前期比を単純平均した。

出所: 気象庁、国土交通省資料より野村作成

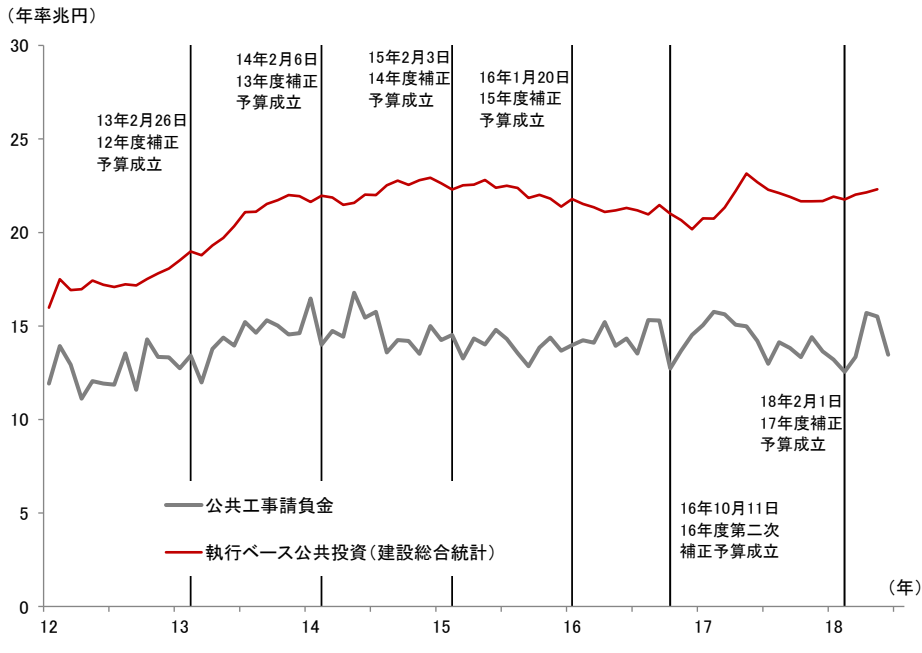
8. 7-9 月期の公共投資は増加へ

4-6 月期の GDP ベース実質公共投資は前期比-0.1%と、ほぼ横ばいとなった。17 年度補正予算には 1.5 兆円程度の公共投資が盛り込まれているが、補正予算の成立は 18 年 2 月であり、まだ効果が顕在化していない。ただし、先行指標である公共工事請負金は 4-6 月期に前期比+14.2% (季節調整は野村による) と大幅に増加している(図表 32)。GDP ベースの公共投資も 7-9 月期は明確に増加し、10-12 月期は再び減少するパターンを想定する。

その先の公共投資のパターンは、18 年度補正予算などの想定によって異なってくる。野村の想定通り 19 年 10 月に予定されている消費増税の先送りが決定された場合、それは景気減速、あるいは個人消費の停滞を理由に行われると考えるのが自然であろう。そこで見通し作成の前提として、野村では年末にかけて増税延期の決定とともに 18 年度補正予算において 3 兆円の公共投資が手当されると想定している。また、景気の全体的な鈍化が続くとの想定の下、19 年度補正予算でも同程度の景気対策を想定している。加えて、オリンピックが開催される 2020 年度については、当初予算にある程度の支出が盛り込まれる想定である。

上記のように毎年景気対策が行われるとの想定は、公共投資が減らないことを意味するだけで、増えることを意味しない。物価の上昇を加味すれば、実質ベースの公共投資は減少しやすいことになる。GDP ベース実質公共投資は、18 年度は前年比+0.1%、19 年度同-1.7%、20 年度同-1.4%を見込む。

図表 32: 補正予算成立タイミングと公共投資



注: 季節調整は野村による。

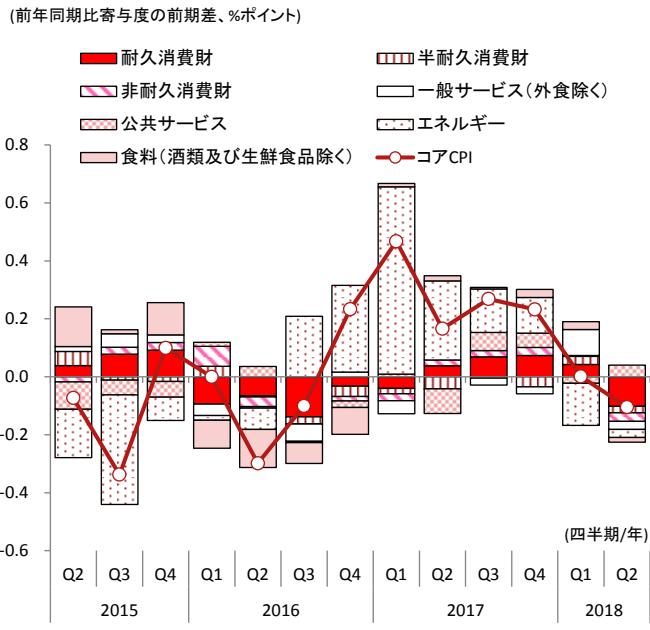
出所: 北海道建設業信用保証株式会社、東日本建設業保証株式会社、西日本建設業保証株式会社、国土交通省資料より野村作成

9. 上昇するエネルギー価格、伸び悩むコアコア CPI

18年 4-6 月期のコアインフレ率は幅広く減速、特に家電が下振れ

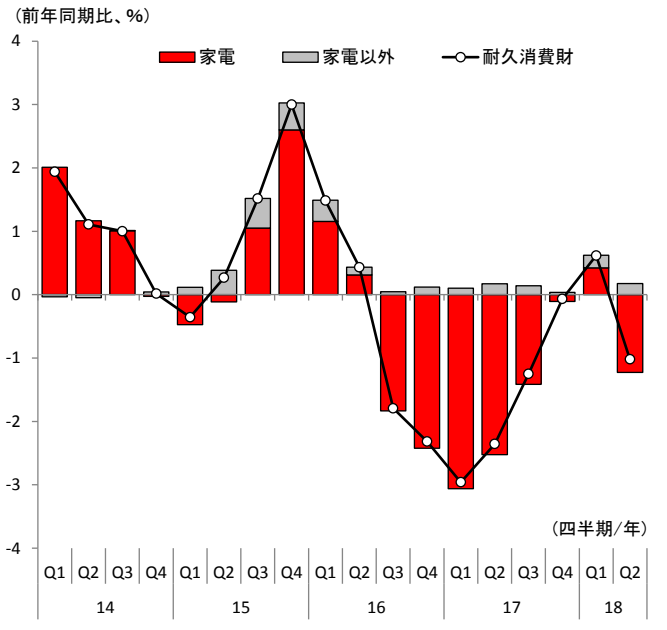
18年 4-6 月期のコア CPI インフレ率(生鮮食品を除く総合)は前年同期比+0.8%と、18年 1-3 月期の同+0.9%から伸び率が低下した。前期から伸び率が低下するのは7 四半期ぶりである。内訳を見ると幅広い項目で減速が見られており、特に耐久消費財による押し下げ寄与が大きい(図表 33)。また、耐久消費財の中でも家電による押し下げ寄与が大きい(図表 34)。

図表 33: 項目別のコアインフレ率加速寄与度



注: 2014年4月の消費増税の影響除く。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 34: CPIの耐久財のインフレ率



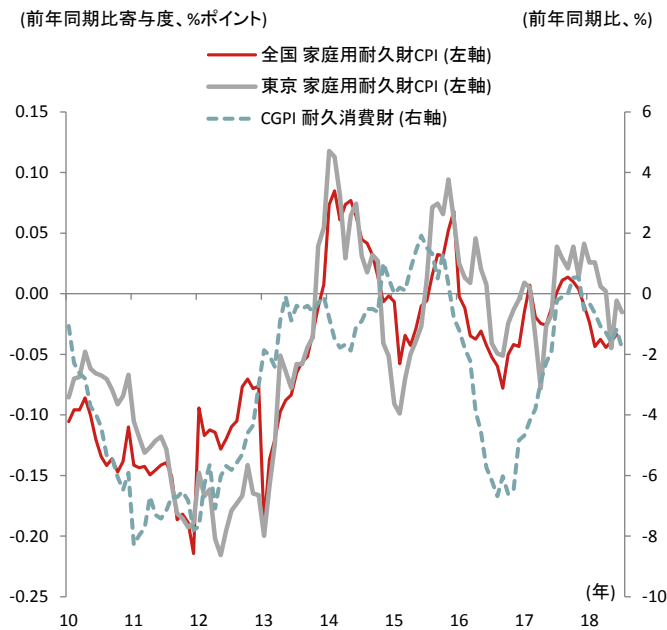
注: 2014年4月の消費増税の影響除く。
出所: 総務省資料より野村作成

CPIの家庭用耐久財に先行する傾向がある企業物価指数(CGPI)の耐久消費財を見ると、直近7月でも前年同月比-1.8%と、下落幅の拡大が続いている(図表35)。景気ウォッチャー調査の家電量販店の現状判断DIを見ても、このところ弱含みが目立っている(図表36)。野村では賃金の伸びの低さを背景として、個人消費の基調は強くないと見ているが、販売店もまだ価格設定に強気になっていない可能性を指摘できよう。目先のコアコア部分(食料(酒類除く)・エネルギーを除くベース)の伸びはまだ高まりにくいと考えられる。

なお、7月の東京都区部CPIのコアコアCPIは前年同月比+0.4%と加速が見られていたものの、東京都区部CPIと全国CPIで変動にズレが大きい、被服及び履物や持家の帰属家賃といった項目による押し上げ寄与が大きかった。7月の全国CPIは、これらの項目による押し上げが大きかった東京都区部の結果に見られたほど目立たない可能性が考えられる。

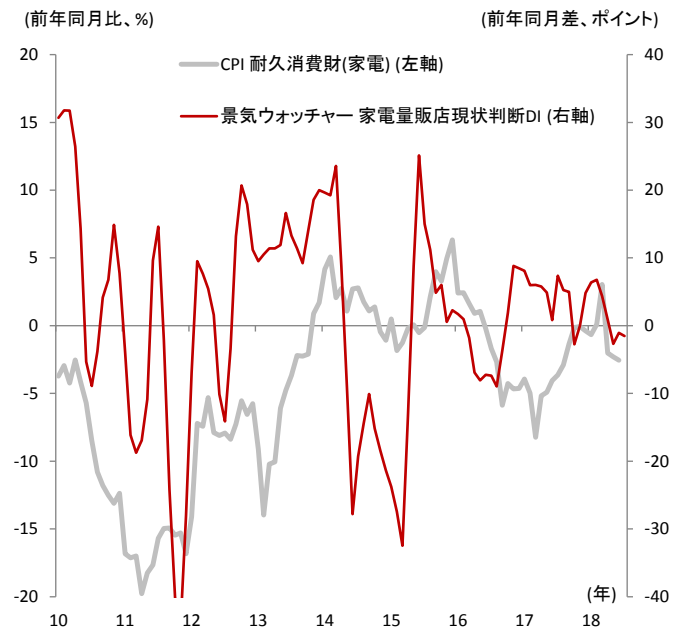
18年4月以降の為替の円安ドル高推移などによって、18年秋以降のコアコアCPIインフレ率は上昇していくと見込まれるものの、そのペースは緩やかであると野村では見ている。

図表 35: CGPI の耐久消費財と CPI の家庭用耐久財



注: 2014年4月の消費増税の影響除く。
出所: 総務省、日本銀行資料より野村作成

図表 36: 家電量販店の景況感と家電のCPI



注: 1.家電量販店の現状判断DIは後方3ヶ月移動平均値。2.CPIは消費増税の影響除く。
出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

18 年年度は夏場の猛暑が食品価格を押し上げ、エネルギーも押し上げ寄与

18年夏場は例年と比べ猛暑になる予想となっている。生鮮野菜は天候により発育状況が影響を受けやすいと考えられる。実際に、18年初頭は葉物野菜等を中心として生鮮食品の価格が高騰していたが、これには17年秋の天候不順の影響が尾を引いていたと可能性が考えられる。目先の生鮮食品の価格も18年夏場の猛暑を受け上昇が見込まれる。個人消費に対しては悪影響となろう。

ただし、生鮮食品の価格はもともと変動が大きく、他の食料品価格に即座に影響するわけではない。むしろ、食料品の輸入物価(契約通貨建て)に1~2四半期程度先行する傾向がある、FAO(国際連合食糧農業機関)世界食料価格指数がこのところ低下している点に注意を要する。足元のFAO世界食料価格指数の動向を鑑みると、18年内は生鮮食品以外の食料価格には下落圧力がかかりやすいと考えられる(図表 37)。

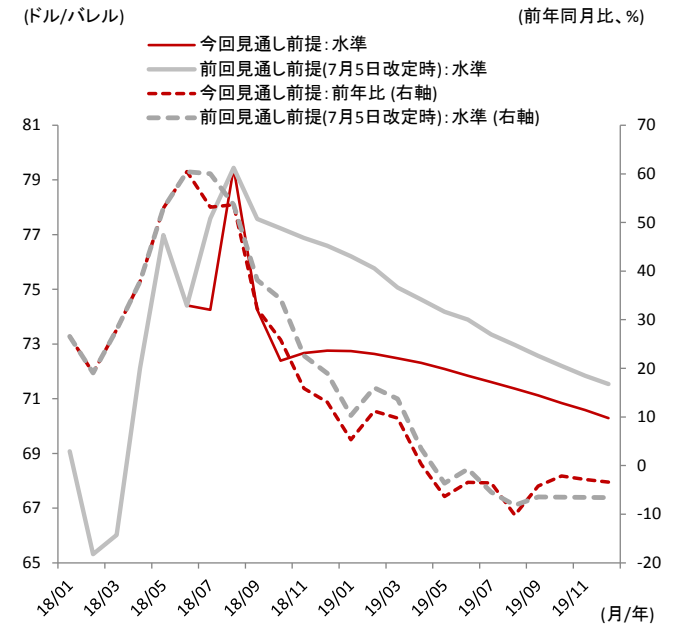
エネルギーに関しては、これまで見ていたよりも原油価格が下振れているために上昇幅が小さくなる可能性が高い(図表 38)。しかし、18年4月からは速いペースで原油価格が上昇したため、当面のコアインフレ率に対しては主にエネルギーによる押し上げが大きいという見方は変わらない。全体としてみると、コアインフレ率は18年度内は上記の通り主にエネルギーにより押し上げられ、1%近傍まで上昇し、19年度以降はエネルギーによる押し上げが剥落する一方で為替の円安進行などを受けたコアコア部分が主に押し上げに寄与し、0%台半ばで推移すると野村では見ている。

図表 37: 食料品輸入物価(契約通貨建て)と世界食料価格指数



出所: 日本銀行、国際連合食糧農業機関資料より野村作成

図表 38: 原油価格の見通し



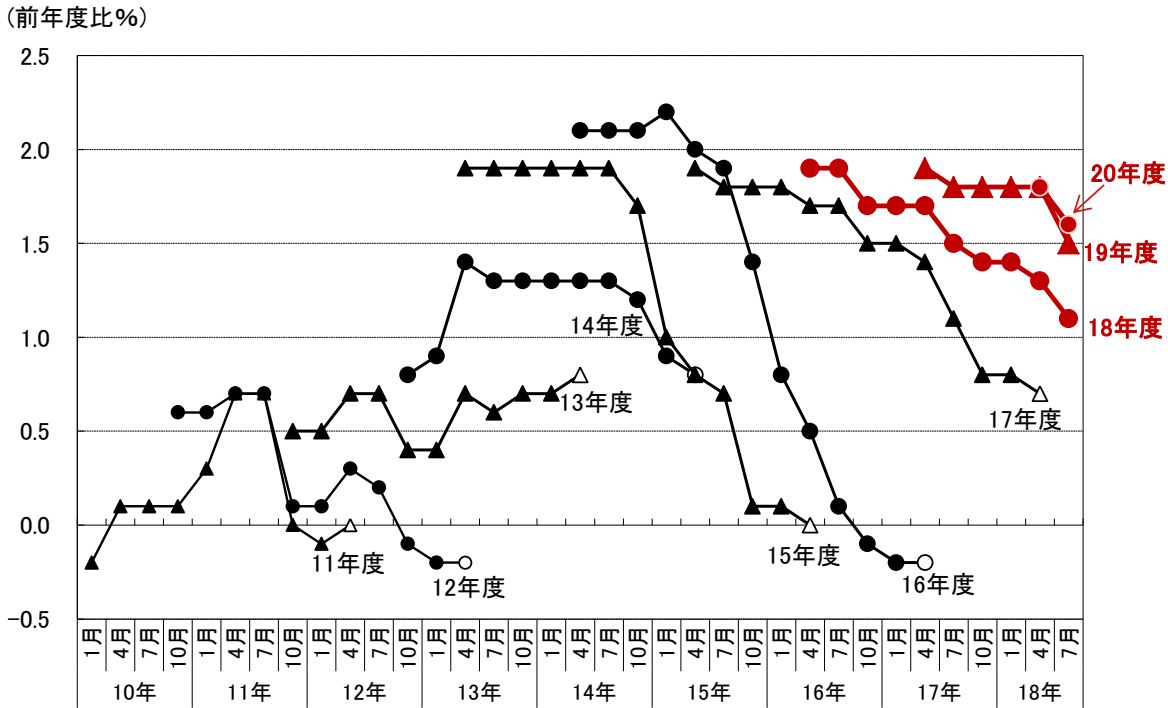
出所: ブルームバーグより野村作成

10. 金融政策変更余地の限界を暗示する政策柔軟化

緩和長期化に備えた政策柔軟化

7月30-31日の金融政策決定会合において、日本銀行は、賃金・物価上昇率低迷の要因分析を行うとともに、経済・物価情勢の展望(展望レポート)におけるインフレ率見通しを下方修正し(図表 39)、2%の物価安定目標達成までの時間が従来見通しよりも長期化することを念頭に、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と題する政策修正を行った。この政策修正は、公表文において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置、と位置付けられている通り、金融緩和の更なる長期化に備えた政策の柔軟化であったと考えられる。

図表 39: 展望レポートにおける「政策委員の大勢見通し」のコア CPI 修正状況



注: 政策委員見通しの中央値の推移。2.白抜きは実績。3.14年度及び19~20年度は消費増税の影響を除くケース。
出所: 日本銀行資料より野村作成

柔軟化の主な具体的内容は、1)ゼロ%程度としている10年物国債金利誘導目標に対する利回り許容変動幅拡大(黒田総裁会見では「倍程度」と言及)、2)ETF(上場投資信託)、J-REIT(不動産投資信託)の買入れ目標に対し現実の買入れ額の変動容認、3)ETFの銘柄別買入れ額見直し(日経平均連動型を減額し、TOPIX連動型を増額)、であった。これらはいずれも、市場における流動性低下や価格形成機能の低下といった副作用が生じることを防ぐ狙いを持ったものであると考えられる。

一方、「当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とした、いわゆるフォワードガイダンスを導入し、名実ともに金融緩和が長期化することを宣言した形となっている。

金融緩和の限界を暗示

上記の決定内容は、暗に、日銀の金融緩和余地が極めて限定されてきていることを示すものだったと解釈できる。

インフレ率低迷が想定外に長期化した場合、追加緩和余地や異なる緩和手段が残されているのであれば、市場の流動性低下など現行緩和策がもたらしうる弊害に配慮して柔軟化措置を講ずる必要性は必ずしもなかったと考えられる。

同様に、フォワードガイダンス導入による現行緩和策の長期化を明示したことも、裏返せば、他の緩和手段が限定され現状の方式を単に長期化させる以外の選択肢が乏しいことを認めたとも解釈できるからである。

金融政策正常化の限界

一方、今回の政策修正は、金融政策正常化の余地も極めて限られることを露呈したと考えられる。

7月金融政策決定会合に先立つ7月20～22日にかけて、時事通信など複数のメディアが、日銀が政策柔軟化を検討する可能性を報じた。一連の報道を受け、市場では国債利回りの急上昇が生じたが、これは市場において日銀が国債利回りの上昇を何らかの形で容認することで金融政策正常化をスタートさせるのではないかとの思惑が根強かったことを示すものであろう。

これに対し、日銀が10年国債金利の誘導目標そのものを維持しつつ、フォワードガイダンス導入による「枠組み強化」を決定したのは、直接的には国債利回り上昇容認との思惑が円高に結び付くことを防ぐことを狙いとしたものであったと考え得る。

また、今後、野村の見方通りグローバル景気が緩やかに減速に向かい、これが米FRB(連邦準備制度理事会)による利上げ休止を促すことに結び付いた場合、米金利上昇を背景とした米ドル高傾向の反転を通じ、日銀の金融政策正常化及びその思惑が、より円高に繋がりやすくなる恐れもある。

以上を勘案すると、今回の決定は、その手段、タイミングともに、日銀が取りうるほぼ唯一の選択であったとも考えられる。緩和の枠組み強化の一環としてフォワードガイダンスが導入されたこともあり、このフォワードガイダンスが効力を有する限りにおいて、金融政策正常化の可能性は一旦封印されたと考えられることも可能であろう。

政策の軸は財政へと移行する可能性

こうした中、米トランプ政権が主導する保護主義的な通商政策がもたらす不確実性などを背景に、世界的に企業の投資意欲が低下し、实体经济の下ぶれリスクが高まった場合、日本経済には下ぶれリスクに対応しうる金融政策発動余地が限定されていることを意味する。

いきおい、そうした下ぶれリスクに対し、拡張的な財政政策が用いられる確度が高まっていると判断される。野村では、従来から19年10月に予定される消費税率引き上げは再先送りされることを前提としてきた。グローバル経済の下ぶれリスク増大に加え、日銀金融政策の限界が露呈しはじめたことも、消費増税先送りの確率を高めるものになったと考えることが可能であろう。

11. 日本経済見通し

図表 40: 実質国内総支出（季節調整系列、年率）・鉱工業生産・失業率（四半期）

（単位：2011年連鎖価格10億円）

	18年			19年				20年			
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出	299222.1	301311.1	300907.9	301580.2	301830.3	302081.3	302541.7	303099.3	303551.7	303899.8	304136.8
（前期比 %）	-0.2	0.7	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
（前年同期比 %）	0.1	0.2	0.7	0.6	0.9	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
民間住宅投資	15531.7	15114.8	15466.7	15416.7	15256.7	15255.2	15214.4	15104.5	15012.1	14946.2	14875.4
（前期比 %）	-2.3	-2.7	2.3	-0.3	-1.0	0.0	-0.3	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5
（前年同期比 %）	-5.4	-8.9	-5.6	-3.0	-1.8	0.9	-1.6	-2.0	-1.6	-2.0	-2.2
民間企業設備投資	86080.6	87168.8	87715.6	88265.4	89022.8	89693.0	90339.5	90961.2	91567.3	92207.6	92802.2
（前期比 %）	0.5	1.3	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
（前年同期比 %）	2.9	4.0	3.2	3.0	3.4	2.9	3.0	3.1	2.9	2.8	2.7
民間在庫投資	416.1	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4	644.4
（前期比寄与度 %ポイント）	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	106573.9	106814.3	106921.1	107028.0	107135.1	107242.2	107349.4	107456.8	107564.2	107671.8	107779.5
（前期比 %）	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
（前年同期比 %）	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
公的固定資本投資	25969.4	25938.7	26854.2	25849.2	26450.1	26480.3	26156.0	25436.9	25460.5	25694.4	25175.9
（前期比 %）	-0.4	-0.1	3.5	-3.7	2.3	0.1	-1.2	-2.7	0.1	0.9	-2.0
（前年同期比 %）	1.0	-3.6	2.3	-0.9	1.9	2.1	-2.6	-1.6	-3.7	-3.0	-3.7
公的在庫投資	-7.1	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
（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	-884.5	-1588.2	-1882.7	-1672.2	-1668.2	-1646.6	-1617.4	-1552.9	-1603.2	-1587.0	-1472.3
（前期比寄与度 %ポイント）	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	93135.4	93328.3	93673.9	94394.9	95103.8	95746.6	96362.9	96951.8	97523.1	98130.0	98687.2
（前期比 %）	0.6	0.2	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
（前年同期比 %）	5.1	4.9	3.4	2.0	2.1	2.6	2.9	2.7	2.5	2.5	2.4
輸入	94019.9	94916.5	95556.6	96067.1	96772.0	97393.2	97980.3	98504.7	99126.3	99716.9	100159.4
（前期比 %）	0.2	1.0	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.4
（前年同期比 %）	3.9	3.0	5.2	2.4	2.9	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.2
実質国内総生産	533545.7	536016.0	537179.0	537609.2	539139.9	540197.6	541031.9	541529.7	542539.4	543786.4	544221.0
（前期比 %）	-0.2	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
（前期比年率）	-0.9	1.9	0.9	0.3	1.1	0.8	0.6	0.4	0.7	0.9	0.3
（前年同期比 %）	1.0	1.0	0.6	0.5	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
GDPデフレーター	102.9	102.8	103.2	103.5	103.7	103.6	103.9	104.1	104.3	104.2	104.5
（前年同期比 %）	0.5	0.1	0.2	0.5	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
鉱工業生産（2010年=100）	102.5	103.7	103.7	104.1	104.5	104.8	105.1	105.3	105.6	105.8	106.1
（前期比 %）	-1.3	1.2	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
（前年同期比 %）	2.4	1.8	1.4	0.2	1.9	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
完全失業率（%）	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2

注: 1. 別段の記載がない限り、2011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。3. 2018年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。鉱工業生産については、2018年6月速報までの実績をもとに作成。4. 四半期の額、指数は、季節調整値。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 41: 実質国内総支出 (季節調整系列、年率) ・ 鉱工業生産 ・ 失業率 (年度・暦年)

(単位:2011年連鎖価格10億円)

	16年度	17年度	18年度 (予)	19年度 (予)	20年度 (予)	16暦年	17暦年	18暦年 (予)	19暦年 (予)	20暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	297080.4 0.3	299601.8 0.8	301356.3 0.6	302770.7 0.5	304186.8 0.5	296519.2 0.1	299517.5 1.0	300705.3 0.4	302341.1 0.5	303927.0 0.5
民間住宅投資 (前年比 %)	16142.2 6.2	16097.1 -0.3	15317.9 -4.8	15145.8 -1.1	14837.9 -2.0	15892.8 5.7	16315.3 2.7	15385.9 -5.7	15206.3 -1.2	14907.3 -2.0
民間企業設備投資 (前年比 %)	82627.0 1.2	85222.8 3.1	88115.2 3.4	90712.2 2.9	93165.6 2.7	82179.1 0.6	84530.6 2.9	87279.6 3.3	89989.5 3.1	92479.5 2.8
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-195.2 -0.3	290.6 0.1	624.1 0.1	624.1 0.0	624.1 0.0	198.6 -0.2	-139.6 -0.1	567.0 0.1	624.1 0.0	624.1 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	105749.8 0.5	106479.6 0.7	106935.5 0.4	107363.9 0.4	107794.0 0.4	105913.6 1.3	106350.4 0.4	106793.7 0.4	107255.4 0.4	107685.1 0.4
公的固定資本投資 (前年比 %)	25890.2 0.9	26264.2 1.4	26282.4 0.1	25834.3 -1.7	25483.9 -1.4	25893.2 -0.1	26194.2 1.2	26148.0 -0.2	26111.0 -0.1	25440.9 -2.6
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-44.2 0.0	14.8 0.0	10.1 0.0	10.1 0.0	10.1 0.0	-15.0 0.0	15.3 0.0	5.9 0.0	10.1 0.0	10.1 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	-3240.3 0.8	-1442.5 0.4	-1737.9 -0.1	-1640.7 0.0	-1589.9 0.0	-4307.9 0.6	-1687.1 0.6	-1539.6 0.0	-1656.6 0.0	-1587.4 0.0
輸出 (前年比 %)	85885.8 3.6	91298.4 6.3	94095.8 3.1	96615.6 2.7	98929.0 2.4	84491.1 1.7	90167.4 6.7	93599.0 3.8	96005.0 2.6	98356.9 2.4
輸入 (前年比 %)	89126.1 -0.8	92740.9 4.1	95833.8 3.3	98256.3 2.5	100518.8 2.3	88799.1 -1.6	91854.6 3.4	95138.6 3.6	97661.6 2.7	99944.3 2.3
実質国内総生産 (前年比 %)	524494.3 1.2	533003.0 1.6	537280.2 0.8	541114.4 0.7	544633.6 0.7	522577.3 1.0	531641.5 1.7	535868.5 0.8	540256.5 0.8	543715.6 0.6
GDPデフレーター (前年比 %)	102.8 -0.2	102.9 0.1	103.4 0.5	104.0 0.6	104.6 0.6	103.1 0.3	102.8 -0.2	103.1 0.3	103.8 0.7	104.5 0.6
鉱工業生産 (2010年=100) (前年比 %)	98.5 1.0	102.5 4.1	104.0 1.5	105.2 1.1	106.1 0.9	97.7 -0.1	102.0 4.4	103.5 1.5	104.9 1.4	105.9 1.0
完全失業率 (%)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.2	3.1	2.8	2.4	2.4	2.2

注: 1. 別段の記載がない限り、2011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。3. 鉱工業生産については、2018年6月速報までの実績をもとに作成。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 42: 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)

	18年			19年				20年			
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出	304633.4	305517.6	306320.2	307848.3	308573.6	308406.4	309438.3	310422.0	311446.4	311422.1	312171.0
(前期比 %)	0.0	0.3	0.3	0.5	0.2	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.0	0.2
(前年同期比 %)	0.9	0.4	1.4	1.0	1.3	0.9	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
民間住宅投資	16804.9	16463.1	16886.3	16861.3	16738.2	16723.7	16705.5	16620.5	16544.9	16447.1	16374.3
(前期比 %)	-1.8	-2.0	2.6	-0.1	-0.7	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4
(前年同期比 %)	-3.7	-6.8	-3.9	-1.4	-0.4	1.6	-1.1	-1.4	-1.2	-1.7	-2.0
民間企業設備投資	87998.0	89737.9	90538.2	91152.1	91970.0	92893.5	93813.6	94646.8	95361.6	96154.4	96957.5
(前期比 %)	0.7	2.0	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
(前年同期比 %)	3.7	5.1	4.4	4.3	4.5	3.5	3.6	3.8	3.7	3.5	3.4
民間在庫投資	133.6	680.4	666.9	666.9	666.9	666.9	666.9	666.9	666.9	666.9	666.9
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	107732.4	107931.3	108732.4	109460.3	110059.0	110231.6	110756.7	111119.5	111536.0	111615.8	112013.9
(前期比 %)	0.1	0.2	0.7	0.7	0.5	0.2	0.5	0.3	0.4	0.1	0.4
(前年同期比 %)	1.1	0.5	1.1	1.7	2.2	2.1	1.9	1.5	1.3	1.3	1.1
公的固定資本投資	27725.0	27867.7	28986.4	27923.5	28731.5	28829.4	28602.8	27829.8	27963.1	28276.2	27797.6
(前期比 %)	0.1	0.5	4.0	-3.7	2.9	0.3	-0.8	-2.7	0.5	1.1	-1.7
(前年同期比 %)	2.5	-1.4	4.3	0.8	3.6	3.5	-1.3	-0.3	-2.7	-1.9	-2.8
公的在庫投資	-1.2	8.6	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
(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	3910.5	3075.0	2027.2	2626.7	2209.7	1866.8	2031.6	2202.3	2152.0	2266.4	2484.9
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	100468.1	101001.1	101449.0	102062.5	103659.8	105572.3	104983.5	104850.9	105530.3	106251.2	106811.2
(前期比 %)	0.2	0.5	0.4	0.6	1.6	1.8	-0.6	-0.1	0.6	0.7	0.5
(前年同期比 %)	5.5	7.0	4.1	1.8	3.5	4.4	3.5	2.7	1.8	0.6	1.7
輸入	96557.5	97926.1	99421.8	99435.8	101450.1	103705.5	102951.9	102648.6	103378.3	103984.8	104326.3
(前期比 %)	1.4	1.4	1.5	0.0	2.0	2.2	-0.7	-0.3	0.7	0.6	0.3
(前年同期比 %)	6.7	7.9	10.1	4.4	5.1	5.7	3.6	3.2	1.9	0.3	1.3
名目国内総生産	548936.7	551281.5	554167.1	556548.5	558958.2	559627.7	562024.6	563517.1	565680.3	566858.4	568475.5
(前期比 %)	-0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.1	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3
(前期比年率)	-1.5	1.7	2.1	1.7	1.7	0.5	1.7	1.1	1.5	0.8	1.1
(前年同期比 %)	1.5	1.1	0.8	1.0	2.0	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3	1.1
国内企業物価(2015年=100)	100.3	101.0	101.3	101.5	101.9	101.9	102.1	102.4	102.5	102.3	102.3
(前期比 %)	0.6	0.7	0.3	0.2	0.4	0.0	0.2	0.3	0.1	-0.2	0.0
(前年同期比 %)	2.5	2.6	2.5	1.8	1.6	0.9	0.8	0.8	0.6	0.4	0.2
消費者物価指数(総合)(2015年=100)	101.4	100.8	101.3	101.6	101.8	101.7	101.9	102.2	102.4	102.2	102.4
(前期比)	0.6	-0.6	0.5	0.3	0.2	-0.2	0.2	0.3	0.2	-0.1	0.2
(前年同期比)	1.3	0.6	1.0	0.8	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2015年=100)	100.8	100.8	101.1	101.4	101.8	101.5	101.7	102.0	102.3	102.0	102.2
(前期比 %)	0.3	-0.1	0.3	0.3	0.3	-0.3	0.2	0.3	0.4	-0.3	0.2
(前年同期比 %)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

注: 1. 別段の記載がない限り、10億円単位。2. -0.0の場合も0.0と表示している。3. 2018年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。4. 四半期の額、指数は季節調整値（国内企業物価指数は除く）。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 43: 名目国内総支出（季節調整系列、年率）・物価（年度・暦年）

(単位:10億円)

	16年度	17年度	18年度 (予)	19年度 (予)	20年度 (予)	16暦年	17暦年	18暦年 (予)	19暦年 (予)	20暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	300450.1 -0.2	303993.7 1.2	307082.8 1.0	309944.1 0.9	312577.0 0.8	299851.9 -0.5	303335.7 1.2	306104.0 0.9	309230.4 1.0	312014.3 0.9
民間住宅投資 (前年比 %)	17017.2 5.9	17284.7 1.6	16742.3 -3.1	16648.3 -0.6	16341.5 -1.8	16710.1 4.9	17445.7 4.4	16758.8 -3.9	16695.9 -0.4	16416.2 -1.7
民間企業設備投資 (前年比 %)	83652.9 0.5	86959.4 4.0	90934.4 4.6	94270.5 3.7	97402.2 3.3	83180.5 -0.3	86077.8 3.5	89806.8 4.3	93307.6 3.9	96537.6 3.5
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-314.2 -0.3	141.4 0.1	642.0 0.1	638.6 -0.0	638.6 0.0	116.9 -0.2	-271.9 -0.1	508.7 0.1	638.6 0.0	638.6 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	106231.3 0.2	107559.6 1.3	109027.6 1.4	110897.6 1.7	112215.8 1.2	106492.3 1.1	107291.4 0.8	108474.2 1.1	110546.3 1.9	111906.9 1.2
公的固定資本投資 (前年比 %)	26990.4 0.6	27848.1 3.2	28398.9 2.0	28262.5 -0.5	28162.5 -0.4	26898.4 -0.9	27656.9 2.8	28118.2 1.7	28476.8 1.3	28039.2 -1.5
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-30.9 0.0	14.7 0.0	12.6 0.0	12.6 0.0	12.6 0.0	-25.0 0.0	16.5 0.0	12.4 0.0	12.6 0.0	12.6 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	5376.3 1.1	4863.2 -0.1	2509.3 -0.4	2101.5 -0.1	2479.6 0.1	5307.7 1.4	5056.2 0.0	2859.8 -0.4	2113.5 -0.1	2388.5 0.0
輸出 (前年比 %)	88924.7 -3.1	98162.4 10.4	102107.4 4.0	105258.9 3.1	107124.5 1.8	87113.2 -6.9	96836.0 11.2	101228.4 4.5	104785.7 3.5	106518.5 1.7
輸入 (前年比 %)	83548.4 -9.3	93299.2 11.7	99598.0 6.8	103157.3 3.6	104645.0 1.4	81805.5 -14.6	91779.8 12.2	98368.6 7.2	102672.2 4.4	104130.0 1.4
名目国内総生産 (前年比 %)	539373.1 1.0	548664.8 1.7	555350.1 1.2	562775.8 1.3	569829.8 1.3	538532.8 1.2	546608.3 1.5	552642.9 1.1	561021.8 1.5	567953.9 1.2
国内企業物価(2015年=100) (前年比 %)	96.7 -2.4	99.3 2.7	101.4 2.1	102.2 0.8	102.4 0.2	96.5 -3.5	98.7 2.3	101.0 2.4	102.1 1.0	102.4 0.3
消費者物価指数(総合)(2015年=100) (前年比 %)	100.0 -0.1	100.7 0.7	101.4 0.7	102.0 0.6	102.5 0.5	99.9 -0.1	100.4 0.5	101.3 0.9	101.9 0.6	102.4 0.5
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2015年=100) (前年比 %)	99.7 -0.2	100.4 0.7	101.3 0.9	101.8 0.6	102.3 0.5	99.7 -0.3	100.2 0.5	101.0 0.9	101.7 0.7	102.2 0.5

注: 1. 1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 44: 国際収支

(単位: 億円)

	2018年				2019年				2020年			
	1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)
[原系列]												
経常収支	58,821	49,589	63,701	36,951	64,791	46,605	63,222	34,289	62,124	45,198	63,377	34,919
貿易・サービス収支	9,373	4,561	5,141	40	7,778	2,376	5,227	-1,079	7,634	3,342	6,361	-331
貿易収支	7,246	10,904	8,213	5,724	6,474	7,056	8,406	4,885	6,414	7,861	9,390	5,567
輸出 (前年比)	201,161 (5.4%)	199,305 (9.1%)	201,889 (4.6%)	210,198 (1.8%)	210,150 (4.5%)	207,448 (4.1%)	208,941 (3.5%)	215,951 (2.7%)	213,951 (1.8%)	208,789 (0.6%)	212,592 (1.7%)	221,138 (2.4%)
輸入 (前年比)	193,915 (7.8%)	188,401 (8.8%)	193,676 (10.5%)	204,474 (4.9%)	203,676 (5.0%)	200,392 (6.4%)	200,535 (3.5%)	211,066 (3.2%)	207,537 (1.9%)	200,928 (0.3%)	203,202 (1.3%)	215,571 (2.1%)
サービス収支	2,127	-6,343	-3,072	-5,684	1,304	-4,679	-3,179	-5,963	1,220	-4,518	-3,029	-5,898
第一次所得収支	56,073	49,250	63,615	41,433	63,911	48,807	63,050	39,889	61,388	46,433	62,071	39,772
第二次所得収支	-6,625	-4,222	-5,055	-4,522	-6,898	-4,578	-5,055	-4,522	-6,898	-4,578	-5,055	-4,522
資本移転等収支	-875	-558	-553	-640	-656	-602	-613	-628	-625	-617	-620	-622
金融収支	75,622	43,667	63,149	36,311	64,135	46,004	62,610	33,661	61,499	44,581	62,757	34,297
(うち外貨準備)	7,856	8,525	5,574	6,925	6,248	6,391	5,942	6,780	6,626	6,355	6,467	6,401
誤差脱漏	17,676	-5,364	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	46,837	54,980	51,392	52,865	52,819	51,829	50,838	50,278	50,155	50,436	50,973	50,930
貿易・サービス収支	5,135	5,061	3,103	4,575	3,551	2,709	3,114	3,533	3,409	3,691	4,227	4,302
貿易収支	7,299	9,927	6,105	7,323	6,538	5,912	6,223	6,560	6,481	6,732	7,186	7,264
輸出 (前期比)	199,465 (-1.0%)	203,899 (2.2%)	203,921 (0.0%)	205,164 (0.6%)	208,379 (1.6%)	212,229 (1.8%)	211,044 (-0.6%)	210,779 (-0.1%)	212,147 (0.6%)	213,602 (0.7%)	214,732 (0.5%)	215,842 (0.5%)
輸入 (前期比)	192,167 (1.9%)	193,972 (0.9%)	197,816 (2.0%)	197,840 (0.0%)	201,840 (2.0%)	206,318 (2.2%)	204,821 (-0.7%)	204,218 (-0.3%)	205,667 (0.7%)	206,869 (0.6%)	207,546 (0.3%)	208,578 (0.5%)
サービス収支	-2,164	-4,866	-3,002	-2,748	-2,987	-3,202	-3,109	-3,027	-3,071	-3,041	-2,959	-2,962
第一次所得収支	46,779	54,911	53,638	53,638	54,617	54,468	53,073	52,094	52,094	52,094	52,094	51,977
第二次所得収支	-5,076	-4,993	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349	-5,349

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度 (予)	2019年度 (予)	2020年度 (予)	2015暦年	2016暦年	2017暦年	2018暦年 (予)	2019暦年 (予)	2020暦年 (予)
	経常収支	182,720	210,188	218,127	215,032	206,241	206,362	165,194	210,615	219,514	209,062	206,241
(ドル建て: 億ドル)	1,528	1,944	1,972	1,952	1,841	1,876	1,365	1,939	1,958	1,912	1,841	1,869
(対名目GDP比)	(3.4%)	(3.9%)	(4.0%)	(3.9%)	(3.7%)	(3.6%)	(3.1%)	(3.9%)	(4.0%)	(3.8%)	(3.7%)	(3.6%)
貿易・サービス収支	-10,142	44,037	40,557	17,520	14,158	17,867	-28,170	43,887	42,296	19,115	14,158	17,005
貿易収支	3,000	57,850	45,935	31,315	26,761	30,008	-8,861	55,175	49,553	32,087	26,761	29,232
輸出 (前年比)	731,761 (-3.3%)	708,051 (-3.2%)	783,244 (10.6%)	821,542 (4.9%)	846,291 (3.0%)	861,344 (1.8%)	752,741 (1.6%)	690,927 (-8.2%)	772,856 (11.9%)	812,553 (5.1%)	846,291 (4.2%)	856,471 (1.2%)
輸入 (前年比)	728,762 (-11.4%)	650,200 (-10.8%)	737,307 (13.4%)	790,227 (7.2%)	819,530 (3.7%)	831,336 (1.4%)	761,603 (-9.9%)	635,752 (-16.5%)	723,300 (13.8%)	780,466 (7.9%)	819,530 (5.0%)	827,239 (0.9%)
サービス収支	-13,140	-13,813	-5,378	-13,795	-12,602	-12,142	-19,307	-11,288	-7,257	-12,972	-12,602	-12,226
第一次所得収支	212,959	187,260	199,128	218,208	213,134	209,547	213,032	188,183	198,373	210,371	213,134	209,664
第二次所得収支	-20,096	-21,111	-21,560	-20,696	-21,052	-21,052	-19,668	-21,456	-21,157	-20,423	-21,052	-21,052
資本移転等収支	-7,008	-2,486	-3,076	-2,407	-2,466	-2,480	-2,713	-7,433	-2,872	-2,625	-2,466	-2,484
金融収支	242,596	247,408	196,174	207,261	203,774	203,882	218,763	282,765	176,643	218,749	203,774	203,134
(うち外貨準備)	6,076	5,702	22,710	27,272	25,740	25,647	6,251	-5,781	26,518	28,880	25,740	25,850
誤差脱漏	66,885	39,705	-18,877	-5,364	0	0	56,284	79,582	-40,000	12,312	0	0

注: 1. 年度及び暦年の係数は、四半期の値の積み上げ値。 2. 2018年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。 2. ドル建ての計数は円ドルレート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 45: 一般会計

	(単位:兆円)									
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (推)	2018 (予)	2019 (予)	2020 (予)
一般会計歳出規模	100.7	97.1	100.2	98.8	98.2	97.5	98.1	100.5	102.0	103.5
[歳出]										
一般歳出	61.6	59.2	61.3	59.5	59.0	60.1	59.9	62.7	63.2	63.7
社会保障関係費	29.8	29.2	29.2	30.2	31.4	32.2	32.5	33.0	33.5	34.0
公共事業関係費	5.9	5.8	8.0	7.3	6.4	6.7	6.9	9.0	9.0	9.0
防衛関係費	4.8	4.8	4.8	5.1	5.1	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3
地方交付税交付金	19.1	16.8	17.4	17.0	16.7	15.2	15.6	15.4	15.4	15.4
地方特例交付金	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
国債費	19.6	21.0	21.3	22.2	22.5	22.1	22.5	22.3	23.3	24.3
国債費比率(%)	19.5	21.6	21.3	22.5	22.9	22.6	23.0	22.2	22.8	23.5
[歳入]										
一般会計歳入	110.0	107.8	106.0	104.7	102.2	102.8	98.1	100.5	102.0	103.5
租税及印紙収入	42.8	43.9	47.0	54.0	56.3	55.5	58.8	59.1	59.8	60.5
所得税	13.5	14.0	15.5	16.8	17.8	17.6	18.9	19.0	19.3	19.5
法人税	9.4	9.8	10.5	11.0	10.8	10.3	12.0	12.2	12.3	12.5
消費税	10.2	10.4	10.8	16.0	17.4	17.2	17.5	17.6	17.7	17.9
その他税収等	9.8	9.8	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4	10.3	10.5	10.6
税外収入等 (特別会計余剰金・積立の取り崩し含む)	24.3	16.4	18.2	12.2	11.0	9.3	5.8	4.9	4.9	4.9
国債発行額	42.8	47.5	40.9	38.5	34.9	38.0	33.6	36.5	37.3	38.1
国債依存度(%)	38.9	44.0	38.5	36.8	34.2	37.0	34.2	36.3	36.5	36.8
対GDP比(%)	8.7	9.6	8.1	7.4	6.5	7.1	6.1	6.6	6.6	6.7
(名目GDP、兆円)	494.0	494.5	507.2	518.5	533.9	539.4	548.7	555.4	562.8	569.8
財政投融资計画	14.9	17.6	18.4	16.2	14.6	13.5	15.1	14.5	-	-
地方財政計画	82.5	81.9	81.9	83.4	85.3	85.8	86.6	86.9	-	-

注: 1. 一般会計は2016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 46: 部門別資金過不足

(単位: 兆円)

年度	11	12	13	14	15	16	17(推)	18(予)	19(予)	20(予)
家計	18.7	10.2	-2.3	4.2	7.1	10.0	8.8	11.1	12.0	12.8
(GDP比 %)	(3.8)	(2.1)	(-0.4)	(0.8)	(1.3)	(1.8)	(1.6)	(2.0)	(2.1)	(2.2)
非金融法人企業	26.6	27.9	34.3	23.7	24.7	25.4	30.8	30.7	29.7	29.7
(GDP比 %)	(5.4)	(5.7)	(6.8)	(4.6)	(4.6)	(4.7)	(5.6)	(5.5)	(5.3)	(5.2)
一般政府	-44.2	-40.8	-36.4	-25.5	-17.8	-18.1	-16.7	-19.6	-20.4	-21.2
(GDP比 %)	(-8.9)	(-8.3)	(-7.2)	(-4.9)	(-3.3)	(-3.4)	(-3.0)	(-3.5)	(-3.6)	(-3.7)
海外	-8.4	-3.9	-1.8	-8.4	-17.4	-20.2	-20.8	-20.5	-19.7	-19.7
(GDP比 %)	(-1.7)	(-0.8)	(-0.4)	(-1.6)	(-3.3)	(-3.7)	(-3.8)	(-3.7)	(-3.5)	(-3.5)
金融機関	8.0	6.5	6.5	5.2	1.7	0.1	-2.3	-1.6	-1.6	-1.6
(GDP比 %)	(1.6)	(1.3)	(1.3)	(1.0)	(0.3)	(0.0)	(-0.4)	(-0.3)	(-0.3)	(-0.3)

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 47: マネーストック

(単位: %)

	2017		2018				2019				2020
	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)
マネーストック(M2)	4.0	3.9	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8
実質マネーストック(M2)	3.8	3.9	2.7	3.0	2.9	2.6	2.3	2.2	2.2	2.4	2.3
マーシャルのk	1.53	1.53	1.54	1.54	1.54	1.55	1.55	1.55	1.56	1.57	1.57

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) は、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

12. 世界経済見通し

図表 48: 経済見通し要約表

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
全世界	4.0	3.7	3.6	3.0	2.9	2.7	3.02	3.17	3.17
先進国	2.2	1.9	1.5	2.0	1.8	1.9	1.04	1.40	1.48
新興国	5.3	5.1	5.0	3.8	3.6	3.3	4.53	4.48	4.38
米州	2.7	2.4	1.9	2.9	2.7	2.8	3.39	3.91	3.96
米国	2.9	2.5	1.7	2.5	2.3	2.5	2.38	2.88	2.88
カナダ	2.0	1.5	1.5	2.5	2.0	2.0	1.75	2.25	2.25
ラテンアメリカ	2.2	2.3	2.4	3.9	3.8	3.7	6.48	7.08	7.23
ブラジル	1.6	2.0	2.2	4.2	4.3	4.3	7.00	8.50	9.00
チリ	3.7	3.5	3.2	2.9	3.0	3.0	3.00	4.00	4.00
コロンビア	2.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.25	5.00	5.00
メキシコ	2.4	2.2	2.2	4.2	3.8	3.6	7.75	7.00	6.75
ペルー	3.8	3.5	3.5	1.9	2.5	2.5	2.75	3.75	4.00
アジア・太平洋地域	5.6	5.4	5.3	2.4	2.6	2.4	2.68	2.73	2.77
日本	0.8	0.8	0.6	0.9	0.6	0.5	-0.10	-0.10	-0.10
豪州	3.0	2.7	2.7	1.9	2.1	2.3	1.50	1.75	2.00
ニュージーランド(NZ)	2.8	2.5	2.5	2.0	2.0	2.0	1.75	2.00	2.25
アジア(除く日本・豪州・NZ)	6.3	6.0	5.9	2.6	2.9	2.6	3.05	3.09	3.10
中国	6.6	6.3	6.1	2.0	2.2	2.0	1.50	1.50	1.50
香港	4.0	2.3	2.1	2.3	1.3	1.1	2.05	2.80	2.90
インド	7.5	7.2	7.1	4.4	4.9	4.4	6.50	6.50	6.50
インドネシア	5.4	5.8	6.0	3.5	4.0	4.0	5.75	5.75	5.75
マレーシア	5.1	4.5	4.2	1.3	1.5	1.5	3.25	3.25	3.25
フィリピン	6.5	7.1	7.0	4.9	3.7	3.5	4.50	4.50	4.50
シンガポール	3.0	2.5	2.2	0.3	0.3	0.5	1.85	2.20	2.40
韓国	3.0	2.7	2.5	1.5	2.0	1.8	1.75	2.00	2.00
台湾	3.0	2.5	2.3	1.5	1.3	1.3	1.50	1.63	1.63
タイ	4.3	3.7	3.5	1.1	1.0	1.0	1.50	1.50	1.50
欧州先進国	1.9	1.6	1.4	1.8	1.7	1.8	-0.22	0.07	0.24
ユーロ圏	2.0	1.6	1.4	1.7	1.7	1.7	-0.40	-0.15	-0.05
オーストリア	2.8	1.6	1.4	2.1	2.6	2.7	-0.40	-0.15	-0.05
フランス	1.6	1.6	1.4	2.0	1.4	1.4	-0.40	-0.15	-0.05
ドイツ	2.0	1.6	1.4	1.8	2.0	2.1	-0.40	-0.15	-0.05
ギリシャ	2.1	1.9	1.8	1.1	2.0	2.7	-0.40	-0.15	-0.05
アイルランド	5.6	3.2	3.6	0.6	0.9	1.3	-0.40	-0.15	-0.05
イタリア	1.1	1.0	1.0	1.3	1.3	1.1	-0.40	-0.15	-0.05
オランダ	2.4	1.9	1.8	1.4	1.5	1.5	-0.40	-0.15	-0.05
ポルトガル	2.1	1.9	1.8	1.5	2.2	2.5	-0.40	-0.15	-0.05
スペイン	2.6	2.0	1.8	1.7	1.6	1.8	-0.40	-0.15	-0.05
英国	1.4	1.6	1.6	2.4	2.0	2.0	0.75	1.25	1.75
その他新興国(EEMEA)	3.1	2.5	2.5	7.2	6.3	5.9	9.09	8.48	7.89
チェコ	3.5	3.0	2.5	2.2	2.5	2.2	1.50	2.25	2.50
ハンガリー	4.0	3.0	2.5	2.8	3.3	2.7	0.90	0.90	1.15
ポーランド	4.7	3.2	2.5	1.8	2.5	2.4	1.50	1.75	2.00
ルーマニア	3.5	3.0	2.5	4.9	3.3	2.5	2.75	3.00	3.25
南アフリカ	1.9	1.6	1.7	4.7	5.2	5.2	6.50	6.50	6.50
トルコ	4.0	2.7	3.0	13.3	11.9	10.6	19.00	18.00	16.50
ロシア	1.7	1.4	1.5	2.7	4.0	4.0	7.25	6.75	6.00
イスラエル	2.8	2.9	3.0	0.8	1.3	1.6	0.10	0.75	1.50
エジプト	4.5	4.5	4.8	22.1	12.0	11.0	15.00	12.00	11.00

注: 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国 GDP の割合を基に算出(PPP ベースの世界 GDP の 84% を占める)。実質 GDP、消費者物価指数は年間平均値。上記の国・地域のうち、先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。それ以外を新興国とする。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、18年 72 ドル/バレル、19年 72 ドル/バレル、20年 69 ドル/バレルと予想。3. ユーロ圏各国の消費者物価指数は HICP。ラテンアメリカの消費者物価は各年 12 月の前年同月比。4. 米国の政策金利は、18 年はフェデラルファンド金利誘導目標範囲(2.25~2.50%)の中心値、19 年は FF 金利誘導目標範囲(2.75~3.00%)、20 年は FF 金利誘導目標範囲(2.75~3.00%)の中心値。中国の政策金利は 1 年物預金基準金利。インドネシアの政策金利は 7 日物リバースレポレート。香港、シンガポールは、政策金利の代わりにそれぞれ、3 ヶ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、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。トルコの政策金利は 1 週間物レポレート。5. 矢印を付した予測値は今回改定したもの。矢印は改定の方角性を示す。2018 年 8 月 14 日現在。

出所: 野村グループ

Ⅱ.米国経済：景気刺激要因と保護主義

景気拡大局面終盤における成長加速は2019年に入るまで続くと考えられ、とりわけ財政政策がこれを支えよう。18年を通じて計4回の利上げ実施を予想し、インフレ率が緩やかに上昇するとみている。

景気動向

野村では、米国経済が18年および19年に潜在成長率を大きく上回るペースでの成長を続けると予想している。財政刺激(減税と歳出拡大)が成長を押し上げるだろうが、その後成長率は減速し20年には潜在成長率並みとなろう。雇用の伸びは引き続き長期的に持続可能なペースを上回るとみられ、19年を通じて失業率を下押しするとみられるが、その後は金融政策の引き締めが進み、金融環境が引き締まることで最終的には雇用の伸びが鈍化しよう。しかしながら、労働生産性は低調な伸びが続くと予想される。背景には、経済の基調的な活力低下(企業の新規参入率や労働者の転職数など)といった構造的な要因がある。同時に、こうした活力低下は賃金の伸びに下押し圧力をもたらしている。

物価動向

17年のインフレ率低下の原因となった一時的要因は概ね解消した。18～20年については、経済が潜在成長力を上回って推移するなか、労働需給のひっ迫に伴って、コアインフレ率が緩やかに上昇すると予想される。コア個人消費支出(PCE)デフレーターは、コア消費者物価(CPI)上昇率をわずかに上回るペースで加速しよう。ヘルスケア・サービス(PCEデフレーターではCPIよりウェイトが大きい)の価格上昇が加速する一方、住居費インフレ(CPIでよりウェイトが大きい)が徐々に鈍化するとみられるためだ。ヘルスケア価格の上ぶれリスクと予想される労働需給のひっ迫を踏まえ、野村では20年10-12月期にコアPCEデフレーターが前年同期比+2.4%に達すると予想する。

金融・財政政策

総需要拡大の強い勢いと労働市場のひっ迫、インフレ率が+2%の上下対称の政策目標(目標を上下どちらに逸脱しても同等に扱う)にあることを踏まえ、野村では、18年にあと2回(9月、12月)、19年にも2回(3月、9月)の利上げが実施され、その後20年を通じて据え置き期間に入ると予想している。野村の推定する中立金利の水準(2.00～2.25%)からみて、金融政策はしばらくの間、やや引き締め域で推移すると考えられ、金融環境の引き締めまりにつながろう。また、連邦準備制度理事会(FRB)のバランスシート再投資減額および連邦財政赤字の大幅な拡大は、引き続き長期金利に上昇圧力をもたらそう。

リスク要因

金融環境がなお大幅に緩和された状態にあるが、最近の金融市場の動きや過去の事例からは、そうした環境が急変し得ることがうかがえる。米国と中国が相互に関税を発動し、政府が自動車・同部品の輸入調査を進める中、米国の通商政策が引き続き経済見通しの主要なリスクとなっている。さらに、19年に入ると財政刺激の効果が弱まり、20年の財政刺激縮小の可能性が浮上し、金融市場で不安視される可能性がある。

図表 49: 米国経済見通し要約表

(%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2018年	2019年	2020年
	(季節調整済み前期比年率%)												(前年比%)		
実質GDP	2.2	4.1	3.2	3.1	2.2	1.9	1.9	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4	2.9	2.5	1.7
個人消費	0.5	4.0	3.0	2.8	2.5	2.4	2.5	2.5	2.2	2.1	1.9	1.7	2.6	2.7	2.2
非住宅固定投資	11.5	7.4	5.1	5.0	4.6	3.8	3.0	3.2	2.9	2.5	2.2	2.1	7.0	4.5	2.8
住宅投資	-3.4	-1.0	-1.0	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.5	1.0	1.5	1.8	1.9	0.3	-0.2	1.0
政府支出	1.5	2.1	5.2	3.7	1.3	1.3	1.3	1.4	0.9	0.8	0.6	0.5	2.0	2.3	1.0
輸出(財・サービス)	3.6	9.3	4.6	3.6	2.0	1.3	0.6	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4	5.3	2.7	1.0
輸入(財・サービス)	3.0	0.5	6.9	5.4	3.6	3.1	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	4.7	3.9	2.7
	(季節調整済み前期比年率%ポイント)														
GDPへの寄与度															
最終需要	1.9	5.1	3.1	2.8	2.2	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5	1.4	3.0	2.6	1.8
純輸出	0.0	1.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.3
在庫投資	0.3	-1.0	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
失業率	4.1	3.9	3.7	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.8	3.3	3.2
非農業部門雇用者数(千人)	218	230	195	190	180	165	150	140	130	120	110	100	208	159	146
住宅着工件数 (季節調整済み年率、千戸)	1,317	1,262	1,317	1,315	1,305	1,305	1,295	1,304	1,309	1,312	1,315	1,317	1,303	1,302	1,313
	(前年同期比%)														
消費者物価	2.3	2.6	2.7	2.5	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	2.5
コア消費者物価	1.9	2.2	2.3	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.2	2.5	2.8
個人消費支出(PCE)デフレーター	1.9	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.2
コアPCEデフレーター	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	1.9	2.2	2.4
連邦財政収支(対GDP比%)													-3.9	-4.5	-4.9
経常収支(対GDP比%)													-2.2	-2.2	-3.0
FRB証券ポートフォリオ保有高 (兆ドル)	4.18	4.10	4.00	3.88	3.78	3.66	3.54	3.44	3.35	3.26	3.16	3.08	3.88	3.44	3.08
政策金利	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.25-2.50	2.50-2.75	2.50-2.75	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	2.25-2.50	2.75-3.00	2.75-3.00
2年物財務省証券利回り	2.27	2.52	2.75	3.00	3.13	3.13	3.13	3.00	3.00	3.00	3.00	2.88	3.00	3.00	2.88
5年物財務省証券利回り	2.56	2.73	3.00	3.13	3.25	3.13	3.13	3.00	3.00	3.00	3.00	2.88	3.13	3.00	2.88
10年物財務省証券利回り	2.74	2.85	3.25	3.25	3.38	3.25	3.13	3.00	3.00	3.00	3.00	2.88	3.25	3.00	2.88

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 非農業部門雇用者数は前月比増減の期間平均。3. 住宅着工は期間平均。4. 財政収支は年度(前年10月～9月)。5. 金利は期末値。政策金利は、フェデラルファンド(FF)金利誘導目標水準。10年物財務省証券利回りの中期(1ヶ月後～3ヶ月)予想レンジは2.75～3.25%。6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2018年8月14日現在。

出所: 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、ブルームバーグ、野村

Ⅲ.ユーロ圏経済：コアインフレ率は徐々に上昇へ

成長は鈍化したが、一部の景況調査(サーベイ)は年後半の緩やかな回復を示唆している。コアインフレ率は上昇しようが、欧州中央銀行(ECB)が1年以内に利上げに動くほど速いペースではないだろう。

景気動向

ユーロ圏の2018年4-6月期実質GDP成長率は1-3月期の前期比+0.4から変わらずだった。PMI(購買担当者景気指数)の水準(54.3)を踏まえて、野村では年内の成長率が同+0.4%で推移するとの見方をとっている。とはいえ、他の景気サーベイは、ここ数ヶ月は景気が軟化していることを示唆している(欧州委員会による月次サーベイ、ユーロ圏全体の金融市場関係者を対象に調査するZEW景況感指数、並びにセンチックス投資家信頼感指数)。我々の実質GDP成長率見通しは、18年を前年比+2.0%、19年を同+1.6%とするコンセンサス予想と比べ、19年が若干低い。世界経済見通しに陰りが生じるなか、ユーロ圏の成長は更に鈍化するとみている(20年見通しは同+1.4%)。

物価動向

ユーロ圏のインフレ率は、原油価格の上昇を要因に、直近3ヶ月は前年同月比+2%前後で推移した。しかしコアインフレ率はその半分程度にとどまっている(7月は同+1.1%で、これは約1年振りの高水準)。野村では18年10-12月期からコアインフレ率が緩やかに上昇すると見込んでおり、その後は余剰生産能力と輸入価格上昇による上押しが生じ、19年序盤には上昇ペースが加速するとみられる。

イタリア情勢

イタリアの連立政権は9月末を期限として提出する19年度(暦年ベース)予算案に、歳出への影響が大きい項目を盛り込む方針である。金融市場を動揺させている主な政策に、均等税(フラットタックス)の導入、ベーシックインカムを導入、並びに年金改革がある。実現すれば19年の財政赤字が足元の対GDP比0.8%から同6%超へ膨らむ可能性がある。しかし我々は、a) 市場からの圧力、b) 穏健派の閣僚の存在(トリア経済相など)、c) 欧州連合(EU)の安定・成長協定の抑止力により、これらの施策は縮小されたり、複数年を掛けて段階的に導入されたり、他の歳入増/歳出削減策により相殺されたりして、19年の財政赤字はGDP比2.5%程度あるいはそれ以下に抑えられると考えている。

金融政策

ECBは6月の政策理事会でフォワードガイダンス(将来の金融政策に関する指針)を修正したばかりであり、7月に重大な発表がなかったことに意外感はない。現在のフォワードガイダンスは、資産購入プログラム(APP)のもとでの月次の資産購入額(正味)を300億ユーロから10月以降150億ユーロへ減らし、年内をもって終了する、というものだ。なお、満期を迎える保有証券の再投資は資

産購入プログラムの終了後もかなり長期にわたり継続される見通しである(理事会は終了のタイミングについて「いつ議論するか」すら議題に上らなかったとしている)。我々の金利見通しは変わらない。政策金利は19年9月に0.15%ポイント引き上げられ、その後の9ヶ月間に2回にわたり合計0.20%ポイント引き上げられるとみる。

図表 50: ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2018年	2019年	2020年
	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)		
実質GDP	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	2.0	1.6	1.4
個人消費	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	1.5	1.3
総固定資本形成	0.3	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	3.0	2.7	1.8
政府消費	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3	1.4	1.2
輸出(財・サービス)	-0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	3.4	3.5	3.0
輸入(財・サービス)	-0.3	1.2	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.9	0.7	0.7	3.1	3.9	3.2
	(季節調整済み前期比%ポイント)														
GDPへの寄与度															
国内最終需要	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.7	1.6	1.3
在庫投資	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
純輸出	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
実質GDP (季節調整済み前期比年率%)	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.0	1.4	1.4	2.0	1.6	1.4
失業率(%)	8.6	8.5	8.3	8.2	8.0	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7	7.6	7.6	8.4	7.9	7.7
	(前年同期比%)														
雇用者報酬(一人当たり)	2.3	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	2.7	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.5	2.7	3.0
労働生産性	1.1	0.8	0.6	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8
単位労働コスト	0.8	1.5	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	1.7	2.0	2.1
財政収支(対GDP比%)													-0.7	-0.8	-1.0
経常収支(対GDP比%)													3.2	2.8	2.9
	(前年同期比%)														
消費者物価(HICP)	1.3	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
コアHICP上昇率	1.0	0.9	1.0	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1	1.6	1.8
政策金利 (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	0.10	0.10	0.20	0.20	0.20	0.00	0.10	0.20
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.25	-0.15	-0.15	-0.05	-0.05	-0.05	-0.40	-0.15	-0.05
3ヶ月物EURIBOR金利	-0.33	-0.32	-0.30	-0.30	-0.30	-0.25	0.05	0.20	0.20	0.35	0.35	0.35	-0.30	0.20	0.35
10年物ドイツ国債利回り	0.50	0.30	0.55	0.70	0.80	0.95	1.05	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	0.70	1.15	1.15
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	1.23	1.17	1.25	1.30	1.33	1.35	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.30	1.40	1.40

注: 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. 2018年8月14日現在。

出所: 欧州連合(EU)統計局、欧州中央銀行(ECB)、トムソン・ロイター・データストリーム、野村

IV.英国経済：すべてはブレグジット次第

前期比+0.4%程度の成長が当面続き、イングランド銀行(BOE：中央銀行)が年に2度の利上げを実施すると予想する。ただしこれは欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)のプロセスが首尾よく完了するかにかかっている。

EU 離脱

議会は9月初めまで休会で、政治の動きの少ない時期に入った。水面下ではEU離脱に関する交渉が進んでいるかもしれないが、具体的な進捗が明らかになるのは9月に入ってからとなる。この先には2つのハードルがある。1) 英国とEUが離脱後の通商の枠組みについて原則合意すること、2) 英国議会が離脱計画を承認することであり、いずれも困難かもしれない。

経済動向

統計局は7月から新たに月次のGDP統計を発表し始めたが、これ以上ない好タイミングであった。というのも、年初の一時的な成長鈍化を月次の数字で確認できたからだ。4月までの3ヶ月間の成長率はゼロとなったが、低下したのは2月であったことが分かった。その後4月から6月までの3ヶ月間はプラス成長が続き、4-6月期では前期比+0.4%へ回復した(1-3月期は同+0.2%、修正値)。野村では4-6月期並みの成長が当面続くと見込んでいるが、これはEUと自由貿易協定を締結できることを前提としている。このシナリオにおけるリスクは、ブレグジットへのプロセスの重要な局面では成長がいくぶん鈍化しそうだということである(特に企業による投資)。仮にEUとの自由貿易協定が実現しない場合、景気が後退し、ポンドが急落し、イングランド銀行が追加的な金融緩和を実施する必要があるだろう。

金融政策

イングランド銀行は8月2日に終了した金融政策委員会(MPC)で広く予想されていた通り、0.25%ポイントの利上げを実施した。利上げが実施されなかった17年8月や18年5月とは異なり、今回の会合前の経済ニュースは市場の見方よりも明るかった。BBCラジオのインタビューで、マーク・カーニー中銀総裁は将来的な金融引き締めについて、次のように語った。「金融市場参加者が見込んでいるように、年に一度のペースで0.25%ポイントの利上げを数年続ければ、インフレ率は目標期間内にほぼ政策目標に達することになる。これは実際にはやや少なすぎるが、まったく不十分というわけでもない。大まかな経験則を知りたいとすれば、この観測を用いることができよう。ただし、すべてはEU離脱に関する交渉次第だ」。総裁のこうした発言に照らすと、年に0.50%ポイントの引き上げ(次は19年2月に0.25%ポイント)を見込む我々の見方は強気過ぎるかもしれない。とはいえ、EU離脱に関する交渉がまずまずの内容で決着すれば、企業による投資は我々が現在想定しているよりも良好に推移する可能性がある。そうなれば、市場が想定するよりも早い時期の利上げ実施が支えられるだろう。

図表 51: 英国経済見通し要約表

(%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2017年	2018年	2019年	2020年
	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)			
実質GDP	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	1.7	1.4	1.6	1.6
民間消費	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	1.2	1.8	1.6
総固定資本形成	-1.3	0.8	0.7	0.1	-0.2	0.4	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5	0.3	3.4	0.9	1.2	2.6
政府消費	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	1.2	0.9	0.6
輸出(財・サービス)	0.0	-3.6	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	5.4	-0.6	1.9	2.4
輸入(財・サービス)	-0.2	-0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	3.2	0.0	2.2	2.4
	(季節調整済み前期比%ポイント)															
GDPへの寄与度																
国内最終需要	-0.2	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	1.8	1.3	1.6	1.6
在庫投資	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.3	0.1	0.0
純輸出	0.1	-0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	-0.2	-0.1	0.0
実質GDP(季節調整済み前期比年率)	0.9	1.5	1.9	1.7	1.4	1.6	1.6	1.8	1.6	1.5	1.5	1.3	1.7	1.4	1.6	1.6
失業率(%)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.2	4.3	4.3
	(前年同期比%)															
消費者物価(CPI)上昇率	2.7	2.4	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.7	2.4	2.0	2.0
コアCPI上昇率	2.4	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0	2.0	2.0
政策金利(バンクレート、期末値)	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.50	1.75	0.50	0.75	1.25	1.75
BOE資産購入(期末値、十億ポンド)	435	435	435	435	435	435	435	435	435	435	422	422	435	435	435	422
2年物国債利回り	0.82	0.72	1.10	1.30	1.50	1.70	1.80	1.85	1.95	2.05	2.15	2.25	0.44	1.30	1.85	2.25
10年物国債利回り	1.35	1.28	2.00	2.50	2.70	2.80	2.90	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	1.19	2.50	3.00	3.00
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.88	0.88	0.87	0.88	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.89	0.88	0.90	0.90
ポンド/ドル為替レート(ドル)	1.40	1.32	1.44	1.48	1.50	1.52	1.54	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.35	1.48	1.56	1.56
ポンド(貿易加重平均)	79.1	77.7	80.8	80.8	80.4	80.8	80.4	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7	77.5	80.8	80.7	80.7

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 金利・為替は期末値。3. 在庫投資は統計誤差を含む。4. 財政収支は財政年度(4月～翌年3月)の非金融公的部門純借入額に基づく。5. 太字は実績値、その他は野村予測。6. 2018年8月14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、トムソン・ロイター・データストリーム、野村

V.中国経済：政策緩和が進む見通し

米中貿易摩擦がエスカレートする兆しがあり、国内的には内需減速に直面し、政府は政策緩和に転じた。今後の更なる緩和が予想される。

景気動向

実質 GDP 成長率は 2018 年 1-3 月期の前年同期比+6.8%から 4-6 月期は同+6.7%に若干減速した。この先は更なる向い風が予想され、7-9 月期には一段と減速し同+6.4%になるとみている。その背景には、債務不履行の増加、金融債務削減を受けた最終需要の減退、なお問題を抱える不動産セクター、膨らむ債務負担、そして米中貿易摩擦のエスカレートを受けた輸出見通しの不確実性上昇、がある。政府は政策緩和に転じており、その効果が表れるまでには時間がかかろう。10-12 月期の実質 GDP 成長率は小幅回復して同+6.5%となり、その後 19 年初めまでは横ばいとなる可能性があるが、全体として緩やかな成長減速という流れは変わらないだろう。通年の成長率は、18 年が前年比+6.6%、19 年が同+6.3%、20 年が同+6.1%と予想している。

物価動向

4-6 月期の生産者物価(PPI)上昇率は前年同期比+4.1%と、1-3 月期の同+3.7%を上回った。比較対象となる前年の水準の低さと、期中の鉱工業生産の底堅さを反映したものとみられる。月次では 6 月の前年同月比+4.7%がピークとなり、その後は内需の減速を背景に再び減速基調に戻り、19~20 年は一段と軟調になると予想する。通年の PPI インフレは 18 年が前年比+3.0%、19 年が同+0.1%、20 年が同-1.7%と予想する。消費者物価(CPI)については、1-3 月期の前年同期比+2.2%から 4-6 月期は同+1.8%に減速した。年後半は食料品価格の上昇によってやや押し上げられようが、全体としては落ち着いた状況が続くだろう。通年の CPI インフレは 18 年が前年比+2.0%、19 年が同+2.2%、20 年が同+2.0%と、安定的な推移を予想する。

金融政策

国内外の困難に直面し、政府は政策緩和から純粋な景気刺激へ速やかに舵を切っている模様だ。最近の金融緩和に加えて、国務院がより積極的な財政政策への転換を明言するとともに、中国共産党の最高政策決定機関である中央政治局も景気及び金融安定を重視していくことを決定した。

リスク要因

18 年の野村予想に対する上振れリスクと下振れリスクは均衡していると考ええる。下振れリスクとしては、債務不履行の増加、対米貿易を巡る緊張の高まりと不動産市場の急激な調整が挙げられる。これらを相殺する上振れリスクとしては、予想を上回る政策緩和と、中国の「ニュー・エコノミー」分野の発展が挙げられる。

図表 52: 中国経済見通し要約表

(%)	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	2017年	2018年	2019年	2020年
	(前年同期比%)								(前年比%)			
実質GDP	6.8	6.8	6.8	6.7	6.4	6.5	6.5	6.4	6.9	6.6	6.3	6.1
GDPへの寄与度												
最終需要	4.3	3.1	5.3	5.3								
総固定資本形成	2.4	1.7	2.1	2.1								
純輸出(財・サービス)	0.1	2.0	-0.6	-0.7								
	(前年同期比%)											
消費者物価(CPI)	1.6	1.8	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4	1.6	2.0	2.2	2.0
コア消費者物価(CPI)	2.2	2.3	2.1	1.9	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0
生産者物価(PPI)	6.2	5.9	3.7	4.1	3.2	1.1	1.1	0.9	6.3	3.0	0.1	-1.7
小売売上高(名目)	10.3	9.9	9.8	9.0	9.4	9.5	9.8	9.6	10.2	9.4	9.6	9.6
固定資産投資(名目、年初来)	7.5	7.2	7.5	6.0	5.6	5.5	5.8	5.6	7.2	5.5	5.4	5.2
鉱工業生産(実質)	6.3	6.2	6.8	6.6	6.3	6.5	6.5	6.3	6.6	6.6	6.2	5.6
輸出(米ドル建て)	6.4	9.7	13.9	11.9	8.9	6.0	6.5	6.5	7.9	10.0	7.0	5.0
輸入(米ドル建て)	14.6	12.5	19.2	20.5	21.0	19.0	13.0	14.0	15.9	20.0	15.5	10.0
貿易収支(10億米ドル)	113.8	130.9	46.3	93.4	65.6	71.6	17.2	59.3	422.5	276.8	108.3	-14.0
経常収支(対GDP比%)	1.1	1.8	-1.1	0.2	0.5	0.7	-0.6	0.1	1.3	0.1	-0.4	-0.8
財政収支(対GDP比%)									-3.7	-4.0	-4.0	-4.0
人民元建貸出の純増額(兆元)	3.2	2.4	4.9	4.2	3.5	2.7	5.2	4.0	13.5	15.2	15.8	16.4
社会融資総量(兆元)	4.5	3.8	5.6	3.5	4.0	3.6	5.2	4.2	19.4	16.7	17.3	17.5
マネーサプライM2伸び率 (前年同期比)	9.2	8.2	8.2	8.0	8.5	8.2	8.1	8.0	8.2	8.2	7.8	7.6
1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年物預金基準金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
預金準備率	17.0	17.0	17.0	16.0	15.5	14.5	14.5	13.5	17.0	14.5	12.5	10.0
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.65	6.51	6.28	6.62	6.99	6.99	6.94	6.90	6.51	6.99	6.80	6.80

注: 1. 財政収支は中央政府・地方政府連結ベース、財政年度は1月~12月。2. 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. 2018年8月14日現在。

出所: 中国国家统计局、中国人民銀行、中国商務部、CEIC データベース、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、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、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」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、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)、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に監督下にあります)、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)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、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」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・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): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、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)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)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・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 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。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

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、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、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(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

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。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。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行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。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。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、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、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、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(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する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、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 の知的財産の複製、再配布あるいは指数などいかなる金融商品の作成における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情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証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証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、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。調査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に関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来の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、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により英国および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。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」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、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、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NSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。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います。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、)「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「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。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「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」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「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」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。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。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

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する、あるいは(ii)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.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1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808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を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808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。

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の場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,668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1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は2,808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、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。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

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1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320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購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び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、平成35年度以降に償還するもの(第17回債以降)については、額面金額を下回しません。

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5.4%(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5.4%(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ただく場合があります。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だ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ただく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。

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。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10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

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

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.