2019～20 年度の経済見通し
-景気は底這い局面へ-

目　次

Ⅰ．日本経済：景気は底這い局面へ
1. 景気後退、追加政策対応回避がメインシナリオ
2. 輸出は持ち直しに向かうが米中貿易摩擦が重石
3. 鉱工業生産は 4-6 月期に下げ止まり、その後は緩やかな回復
4. 設備投資に底打ちの兆しあるが依然不透明感強い
5. 雇用環境にも景気鈍化の影響が徐々に滲み出始めた
6. 消費増税の駆け込みにより 4-6 月期は増加見込み
7. 金融機関の貸家建設への融資姿勢厳格化が尾を引く
8. 公共投資は増加基調入り
9. 値上げの萌芽が見られ始めたがエネルギーによりコアインフレ率は下落
10. 追加的政策対応の可能性
11. 七年目を迎える成長戦略
12. グローバル生産体制に再考を迫る米中貿易摩擦
13. 消費増税を「耐えきる」販売戦略とは？
14. 機械学習を用いた増税時の消費行動分析
15. 日本経済見通し
16. 世界経済見通し
Ⅱ．米国経済：低成長に移行
Ⅲ．ユーロ圏経済：成長回復は一時的か
Ⅳ．英国経済：1-3 月期の成長回復は持続するか？
Ⅴ．中国経済：本格的景気回復はまだ先

野村證券金融経済研究所　経済調査部
美和　卓、桑原　真樹、岡崎　康平、棚橋　研悟、髙島　雄貴、水門　善之、植田　一政

要約と結論

1．19 年 1-3 月期 GDP 一次速報値公表を受け、19、20 年度の経済見通しを改定した。改定後の実質 GDP 成長率見通しは、18 年度実績の前年比+0.6%に対し、19 年度が同+0.2%、20 年度が+0.6%である。前回 3 月 8 日時点の見通しとの比較ではいずれも不変となっている。19 年年初来の景気の急減速を受け、日本経済が景気後退局面に入ったとの懸念も台頭している。野村では、19 年 4-6 月期以降は基調として緩やかな景気持ち直しが実現するとみている。今次景気拡大局面が 19 年 1 月に戦後最長のいざなみ景気に並ぶ前に途切れた、もしくは、戦後最長を更新した後途切れた可能性は低いだろう。

2．見かけ上は、19 年度よりも 20 年度の実質成長率が上回るものの、その水準はゼロ%台後半とみられる日本経済の潜在成長率をやや下回るものである。日本経済の景気循環形成の原動力である実質輸出は、5 月連休明けの米国による追加関税引き上げを起点とする米中貿易戦争再燃の影響もあり、持ち直しの足取りは極めて鈍いものとなろう。設備投資は、人手不足に対応した省力化・効率化投資などに支えられ、家計消費は、良好な雇用・所得環境の継続に支えられ、それぞれ底堅さを維持するとみている。ただ、民間内需は景気全体を加速させるには力不足であり、景気全体の下支えは、実質公共投資を中心とした政策需要に依存せざるを得ない状況が続くとみている。

3．底這い的な景気動向を反映した需給ギャップ改善の停滞により、インフレのモメンタムは一旦低下方向に向かうと考えられる。消費増税・教育無償化を含むコア(生鮮食品を除く)消費者物価上昇率は 19 年度が前年比+0.6%、20 年度が同+0.5%(それぞれ前回見通し比横ばい)と、ゼロ%台半ばでの推移が続くとみている。

4．以上のような実体経済・物価動向を前提とした場合、景気下支えを理由とした消費増税延期や、追加金融緩和の実施は回避されると判断するのが妥当であろう。しかし、現下の米中貿易摩擦再燃など、グローバル経済を取り巻く不確実性の増大は、ともすれば、株価の大幅な調整、円高の再加速を伴った、いわゆるリスク回避的な動きをグローバル金融市場において招来するリスクを内包している。このような金融市場の混乱が現実化した場合、消費増税延期を含めた政策対応が打ち出される可能性は否定されないであろう。

Ⅰ. 日本経済：景気は底這い局面へ

1. 景気後退、追加政策対応回避がメインシナリオ

景気後退突入は回避

19 年 1-3 月期 GDP 一次速報値公表を受け、19、20 年度の経済見通しを改定した。改定後の実質 GDP 成長率見通しは、18 年度実績の前年比+0.6%に対し、19 年度が同+0.2%、20 年度が+0.6%である(図表 1)。前回 3 月 8 日時点の見通しとの比較では、いずれも不変となっている。

19 年 1-3 月期実質 GDP 成長率は前期比年率+2.1%と大幅なプラス成長になったが、これは実質輸入の大幅減(前期比-4.6%)により見かけの成長率が押し上げられたためであり、景気実体はむしろ大きく悪化していたと考えられる。

19 年年初来の景気の急減速を受け、日本経済が景気後退局面に入ったとの懸念も台頭している。野村では、19 年 1-3 月期景気減速の起点となった輸出環境の悪化には既に歯止めがかかりはじめているとみており、同 4-6 月期以降は基調として緩やかな景気持ち直しが実現すると考える。この点、今次景気拡大局面が 19 年 1 月に戦後最長のいざなみ景気に並ぶ前に途切れた、もしくは、戦後最長を更新した後途切れたとの判断は当たらないと考える。

底堅い内需が下支え

見かけ上は、19 年度よりも 20 年度の実質成長率が上回るものの、その水準はゼロ%台後半とみられる日本経済の潜在成長率をやや下回るものである。日本経済の景気循環形成の主要因である実質輸出は、5 月連休明けの米国による追加関税引き上げを起点とする米中貿易戦争再燃の影響もあり、持ち直しの足取りは極めて鈍いものにならざるを得ないと考える。

実質設備投資は、輸出減速の影響から弱含む可能性が高いものの、人手不足に対応した省力化・効率化投資、インバウンド需要などに対応した旺盛な建設投資需要などに支えられ、底堅さを維持していくと考えられる。

家計消費は、良好な雇用・所得環境の継続と政府による手厚い影響軽減策もあって、19 年 10 月に予定される消費増税を契機とした底割れは回避されるとみている。

ただ、これら民間内需項目は景気全体を加速させるには力不足であり、景気全体の下支えは実質公共投資を中心とした政策需要に依存せざるを得ない状況が続くとみている。

物価のモメンタムは低下方向

4 月にかけてみられた原油市況の上昇は、前回見通しと比較してコアインフレ率を押し上げる要因になるとみている。一方、6 月以降の携帯通信料引き下げの影響はインフレ押し下げに寄与し、両者は概ね相殺されると予想する。こうした中、底這い的な景気動向を反映した需給ギャップ改善の停滞により、インフレのモメンタムは一旦低下方向に向かうと考えられる。コア(生鮮食品を除く)消費者物価上昇率は 19 年度が前年比+0.6%、20 年度が同+0.5%(それぞれ前回見通し比横ばい)と、ゼロ%台半ばでの推移が続くとみている。

図表 1: 日本経済の予測要約表

［2019年5月20日時点］

		18年度	19年度（予）	20年度（予）	18暦年	19暦年（予）	20暦年（予）
国内総生産	実質国内総生産(GDP)	0.6	0.2	0.6	0.8	0.5	0.3
	〈内需寄与度〉	0.7	0.8	0.7	0.7	0.9	0.6
	〈民間内需〉	0.8	0.6	0.5	0.8	0.7	0.4
	〈公的内需〉	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2
	〈外需寄与度〉	−0.1	−0.5	−0.1	0.0	−0.4	−0.2
	民間最終消費支出	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
	民間住宅投資	−4.2	−1.4	−2.8	−5.8	0.3	−4.3
	民間企業設備投資	3.2	1.6	2.4	3.9	1.4	2.3
	民間在庫品増減〈寄与度〉	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.0
	政府消費	0.8	0.4	0.3	0.7	0.6	0.3
	公的固定資本形成	−3.8	2.2	2.5	−3.3	0.9	2.7
	財貨・ｻｰﾋﾞｽ輸出	1.3	−0.4	2.1	3.3	−1.6	2.0
	財貨・ｻｰﾋﾞｽ輸入	2.0	2.6	2.4	3.4	0.7	3.2
	名目国内総生産(GDP)	0.5	0.6	1.1	0.7	0.8	0.9
	GDPデフレーター	−0.2	0.3	0.5	−0.1	0.3	0.5
生産・物価	鉱工業生産	0.3	−0.6	0.5	1.1	−1.1	0.3
	国内企業物価	2.2	−0.7	−1.7	2.6	−0.3	−1.2
	消費者物価	0.7	0.7	0.5	1.0	0.5	0.6
	除く生鮮食品	0.8	0.6	0.5	0.9	0.7	0.6
	同（消費増税、教育無償化の影響除く）	0.8	0.5	0.4	0.9	0.6	0.4
	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）	0.7	−2.7	−2.5	1.2	−2.7	−2.6
	貿易・ｻｰﾋﾞｽ収支（兆円）	0.1	−3.4	−3.2	0.4	−3.4	−3.3
	経常収支（兆円）	19.4	15.2	15.4	19.2	15.2	15.3

注: 別段の記載がない限り、前年（度）比%。-0.0 の場合も 0.0 と表示している。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省、財務省、日本銀行資料より野村作成

図表 2: 経済見通し前提表

	2018年度	2019年度	2020年度
ドル円相場（年度末値）	110.9	112.0	112.0
消費税率（期末値、%）	8.0	10.0	10.0
北海ブレント（年度末値､ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	67.9	67.3	64.6

出所: 野村

追加政策対応回避がメインシナリオ

上述のような実体経済・物価の動向を前提とした場合、景気下支えを理由とした消費増税延期や、日本銀行による追加金融緩和の実施は回避されると判断するのが妥当であろう。

特に、増税延期については、政府が、予定通り実施できるような経済運営に努める、としてきたこともあり、景気悪化を理由とした延期判断は、政治的にも下しにくいと考えられるためである。

しかし、現下の米中貿易摩擦再燃など、グローバル経済を取り巻く不確実性の増大は、ともすれば、株価の大幅な調整、円高の再加速を伴った、いわゆるリスク回避的な動きをグローバル金融市場において招来するリスクを内包している。このような、金融市場の混乱が現実化した場合においては、消費増税延期を含めた政策対応が打ち出される可能性は否定されないであろう。

2. 輸出は持ち直しに向かうが米中貿易摩擦が重石

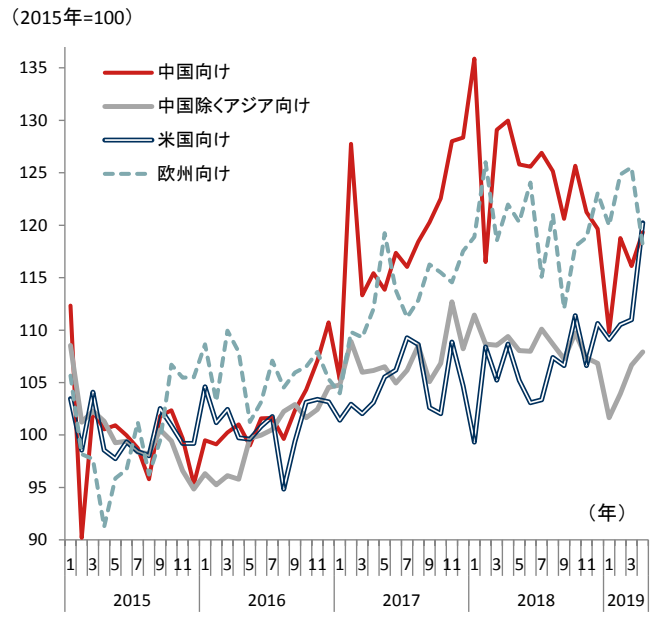
1-3 月期の輸出は大きく減少、ただしすでに持ち直しの動きが見られる

19 年 1-3 月期の GDP ベース実質財貨・サービス輸出は、前期比-2.4%となった。18 年 10-12 月期は同+1.2%と増加していたが、同 7-9 月期に自然災害の影響で減少したところからの反動という側面が強く、実勢としては既に弱含んでいたと見られる。1-3 月期は、海外景気減速の影響が GDP 統計上も素直に確認されたと言えよう。

貿易統計から国・地域別内訳の実質輸出を独自に計算すると、1-3 月期に減少したのは中国向け(前期比-6.0%)及び中国除くアジア向け(同-3.6%)であり、これらの国・地域での景気減速が日本の輸出に大きく影響したことが示唆される。一方で、同期は米国向け(同+0.6%)、EU(欧州連合)向け(同+2.9%)は増加を維持しており、日本から見てもこれら先進国景気の相対的な底堅さが確認できる。

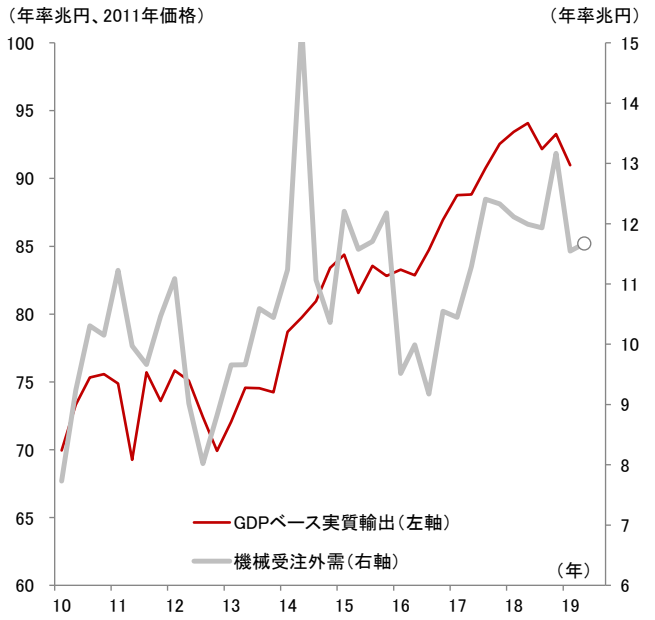
一方、4 月の貿易統計によれば、中国向け実質輸出は 1-3 月平均比+3.9%、中国除くアジア向けは+3.7%と、一応の持ち直しを見せている。中国を中心に、春先から景気下げ止まりを示唆する統計が相次いだのと整合的であろう。EU 向けが同-4.4%と減少したのは気になるところであるが、米国向けは同+9.1%と堅調な数字となっている(図表 3)。野村では、米国景気が底堅さを維持する中で、中国の景気が政策対応もあって循環的に持ち直すことにより、日本の輸出も増加基調に復するシナリオを描いているが、4 月の貿易統計は概ねそれと整合的な結果であったと判断される。

図表 3: 国・地域別実質輸出



出所: 財務省、日本銀行より野村作成

図表 4: 実質輸出と機械受注外需



注: 機械受注の直近データは、19 年 3 月末時点における機械メーカーによる 4-6 月期受注見通し。

出所: 内閣府より野村作成

米中貿易摩擦再燃の影響

ただし、日本の輸出がこのまま素直に増加基調に転じていくと考えるのは早計であろう。全体として、日本の輸出関連統計が明確に改善方向に向かっているような印象は受けない。たとえば、機械受注統計の外需を見ると、1-3 月期は前期比-12.3%と大きく減少した。機械メーカーによる 4-6 月期の受注見通しも前期比+1.1%と、ほぼ横ばいにとどまっている(図表 4)。また、中国で 4 月に付加価値税が引き下げられたのに伴い、より低い税率の恩恵を受けるため中国側で 3 月に輸入を手控え、その分 4 月に輸入を積み増した可能性があり、日本からの中国向け輸出も 4 月はややかさ上げされている可能性が否定できない。

より重要なのは、5 月に入って再燃した米中の貿易摩擦の影響であろう。米国は 5 月 10 日に、中国からの輸入 2000 億ドル分に対する上乗せ関税を 10%から 25%に引き上げた。米国は現時点で上乗せ関税の対象となっていない 3000 億ドル分の対中国輸入についても、関税引き上げプロセスを開始している。これまでのところ両国が大幅に歩み寄る気配は見られず、7 月頃には、3000 億ドルに対する関税引き上げも実行される可能性がある。

米国が、2000 億ドル分への制裁関税引き上げに加え、3000 億ドル分への制裁関税実施にまで踏み切った場合、中国については対米輸出への悪影響を通じて 0.6%pt 程度、米国についても物価の上昇や先行き不透明感の強まりなどを通じて 0.3%pt 程度、GDP 成長率が低下すると試算することができる。グローバル景気に大きな影響を持つ米中の成長率が減速した場合、日本に対する影響も警戒しておく必要があろう。

日本の財貨輸出に占める中国向け輸出の割合、米国向け輸出の割合はともに 2 割程度である。輸出先 GDP に対する日本からの輸出の弾性値を仮に 3 とおい

た場合、0.3%の米国景気減速、0.6%の中国景気減速により、日本の輸出は0.5%pt 程度減速する計算となる。輸出が GDP に占める割合は 18%程度であるから、輸出減速による GDP 成長率への影響は 0.1%pt 程度と計算できよう。輸出と連動性の高い設備投資も同程度の影響を受けると仮定すれば、米中摩擦再燃による日本の GDP への影響は 0.2%pt 程度となる。

上記の試算は、米中貿易摩擦が他地域へ及ぼし得る悪影響を無視している点で過小推計と言えよう。一方で、米国への輸出拠点としての中国の優位性が薄れることで、これまで中国で生産されていたものが日本で生産され始めるという代替効果を考慮していないという点では、過大推計の面もある。さしあたり、日本の輸出に対する影響が 0.5%pt 程度という想定は無難であろう。

輸出の持ち直しは緩やかに

米中貿易摩擦の影響は、今後 1 年程度にわたって日本の輸出回復の足を引っ張ると想定するが、関税引き上げ直後に当たる 7-9 月期には特に影響が出やすいであろう。他の景気指標と比較して 4 月の日本の輸出がやや強すぎる点も考慮し、日本の実質輸出は 4-6 月期の前期比増加の後、7-9 月期にいったん前期比減少し、10-12 月期以降緩やかな増加基調に転じると想定する。その結果、19 年度の実質輸出は前年比-0.4%と 7 年ぶりに減少下後、20 年度は同+2.1%と安定に向かうことになる。

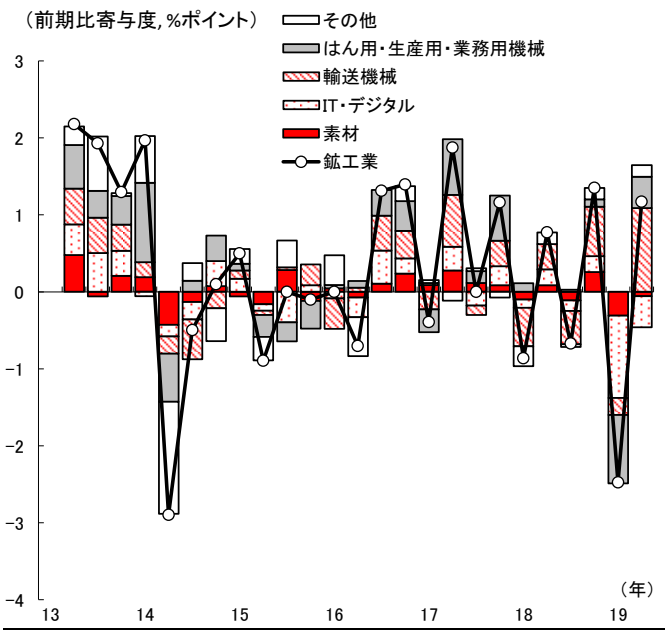
3. 鉱工業生産は 4-6 月期に下げ止まり、その後は緩やかな回復

鉱工業生産に下げ止まりの動き

19 年 1-3 月期の鉱工業生産は前期比-2.5%と、比較的大きく減少した。内訳をみると、多くの業種が減少に寄与している。1-3 月期には輸出が大きく減少したのに加え、国内需要も全般的に弱かったことを考えれば、幅広い業種での生産減少に違和感はない。

ただし、製造工業生産予測調査によれば、製造業企業による 4・5 月の生産予測はそれぞれ前月比+2.7%、同+3.6%と、2 カ月連続での増加が見込まれている。生産実績は生産予測を下回るのが常であるため、過去 3 カ月の平均修正率で修正すると、4 月は同 0.0%、5 月は同+2.7%、4・5 月平均の 1-3 月平均は+1.2%となる(図表 5)。決して強い立ち直りではないが、同調査に基づけば、4-6 月期には製造業活動の安定を見込むことができることになろう。

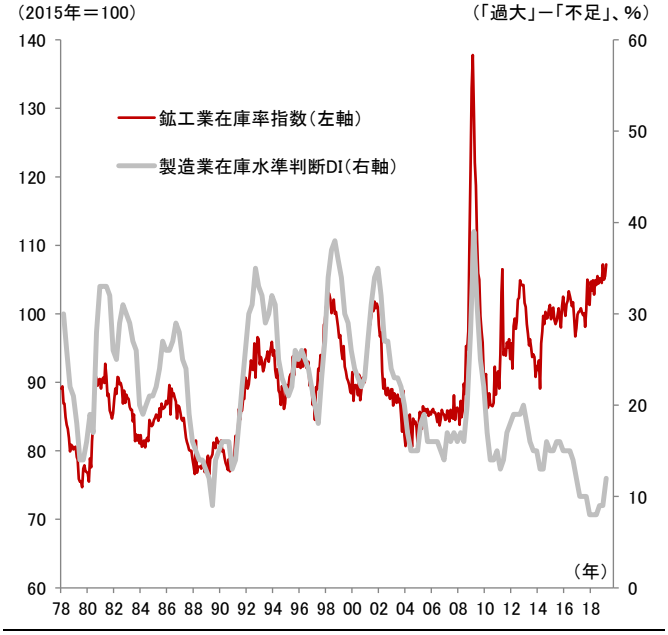
図表 5: 鉱工業生産指数の業種別内訳



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。3. 19 年 4-6 月期は 4・5 月平均の 1-3 月平均比。4・5 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。

出所: 経済産業省より野村作成

図表 6: 在庫率と在庫過剰感



注: 製造業在庫水準判断 DI は、日銀短観に基づき、全規模ベース。

出所: 経済産業省、日本銀行より野村作成

他の経済指標においても、製造業活動の安定化傾向は確認できる。日本版製造業 PMI は本年 1・2 月に大きく下落し、拡大／縮小の境目である 50 を下回ったが、3 月に前月比+0.3pt、4 月に同+1.0pt と上昇に転じている。内訳指数のうち、生産高指数は 4 月に上昇に転じ、他の指数にやや先行する新規受注指数は 3・4 月と上昇した。その背景にあるのは、海外景気の安定と捉えることができよう。PMI の内訳指数ではないが、新規輸出受注指数は、新規受注指数よりも早く 2 月に上昇している。

回復ペースは緩やかに

ただし、今後の立ち直りペースは強くはなさそうだ。製造工業生産予測調査に基づいた鉱工業生産は、修正率調整後で 4・5 月平均の 1-3 月平均比は+1.2%であったが、業種ごとの動きはまちまちであり、輸送機械工業(同+5.8%)や、鉄鋼・非鉄金属工業(同+1.3%)など素材関連業種は増加となるが、電子部品・デバイス工業(同-13.0%)の減少が目立つほか、生産用機械工業(同-0.7%)も減少継続となっている。プラスに転じる業種がある一方で、ハイテク部門の調整が終わっていない可能性が示唆されよう。

加えて、19 年 3 月時点の鉱工業在庫率は、15 年＝100 とする指数でみて 107.2 と、09 年 6 月以来の高水準となっている(図表 6)。日銀短観によれば、同時点で製造業の在庫水準判断 DI は引き続き歴史的な低水準にあり、その意味で企業は現在の在庫水準をそれほど過剰と考えていないようではある。ただし、在庫水準判断 DI は、18 年 12 月時点と比べれば上昇している。在庫の積み上がりが生産活動を抑制するリスクにも目配りが必要であろう。

全体として、4-6 月期には海外景気の安定とともに鉱工業生産の下げ止まりが期待できるものの、力強い回復は期待しにくいと言えよう。その後は、基調的には輸出の増加に合わせて鉱工業生産も増加基調を明確にしていくと見られるが、米中貿易摩擦の影響もあり、回復ペースは緩慢となろう。消費増税前後に想定される、国内需要の駆け込みとその反動減の影響も受けるため、四半期ごとの変動も大きくなると予想される。年度ベースで見ると、鉱工業生産は 18 年度の前年比+0.3%の後、19 年度、20 年度はそれぞれ同-0.6%、+0.5%と予想する。

4. 設備投資に底打ちの兆しあるが依然不透明感強い

19 年 1-3 月期の実質設備投資はわずかな減少に踏みとどまる

19 年 1-3 月期の実質設備投資は前期比-0.3%と小幅な減少に留まった。輸出と設備投資の連動性は高く、1-3 月期の実質輸出が同-2.4%と減少していたことを踏まえると、設備投資は相対的に堅調を保っている。1-3 月期は中国を中心とした海外景気の減速が、日本国内の設備投資にも悪影響を与えるかが懸念されたが、現時点でそうした動きは限定的であろう。背景としては、日本国内要因として労働力不足があり、それを補うための省力化投資が下支えとなっている可能性が考えられる。

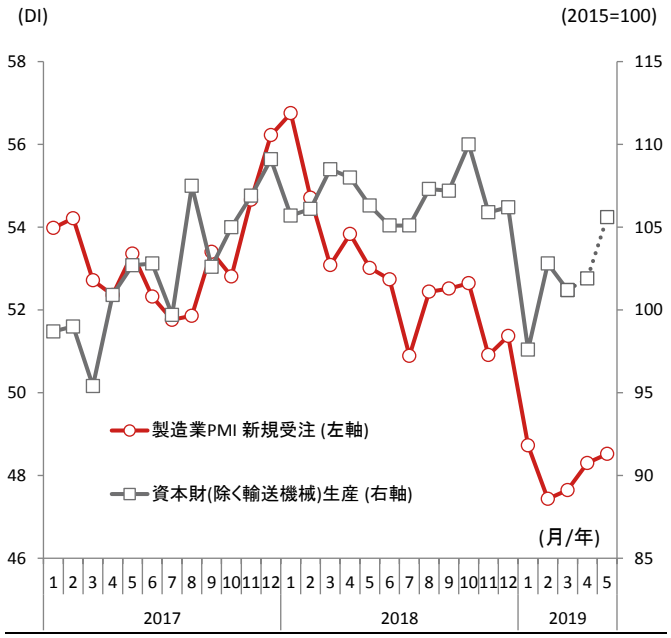
今後を示唆する設備投資関連指標は強弱まちまち

野村では、19 年 4-6 月期の実質輸出は前期比増加を見込んでおり、それに沿って設備投資も回復すると見込んでいるが、4 月以降の設備投資動向を考える上で、現時点で確認できる関連指標は少ない。また、それらも強弱入り混じっており、判断を難しくさせている。

製造業 PMI の新規受注は直近 5 月も 50 を下回っており、依然として前月からの受注減少が続いているものの、その減少幅は小さくなっており、底打ちしつつあることを示唆している(図表 7)。また、製造工業生産予測調査に基づけば、19 年 1 月に大きく落ち込んだ資本財(除く輸送機械)の生産は 5 月までに持ち直すことが期待される(過去 3 カ月の平均修正率を用いて修正済み)。これらは上記の野村の見方と整合的である。

一方で、実質コア機械受注(船舶・電力を除く民需、実質化は野村による)は 19 年 1-3 月期に前期比は-2.9%と、18 年 10-12 月期の前期比-3.4%に続いて減少した。設備投資の減少が、19 年 1-3 月期だけでなく 19 年夏前まで継続する可能性を示唆していると言えよう。

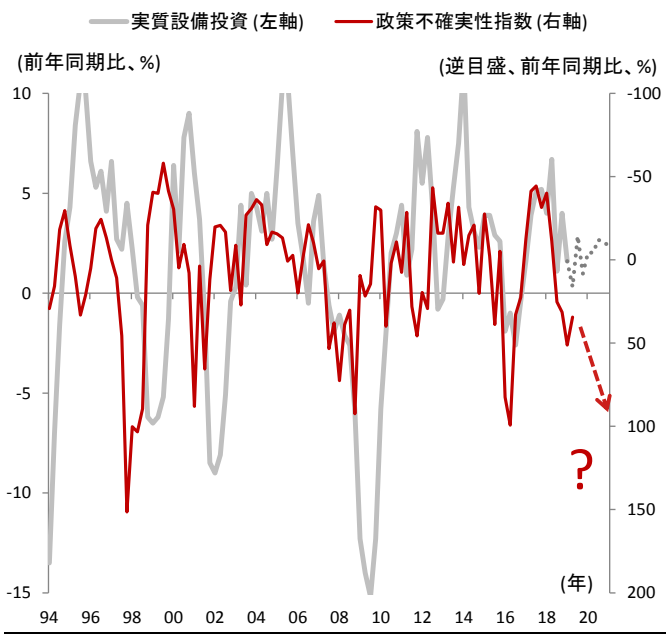
図表 7: 製造業 PMI の新規受注と資本財(除く輸送機械)生産



注：資本財(除く輸送機械)生産の 19 年 4、5 月は、製造工業生産予測調査に基づき、過去 3 カ月の平均修正率を用いて延長している。

出所: Markit、経済産業省資料より野村作成

図表 8: 日本の政策不確実性指数と実質設備投資



注：実質設備投資の点線(19 年 4-6 月期以降)は野村見通し。

出所: Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito, 2017、内閣府資料より野村作成

また、5 月 10 日に米国が中国からの 2000 億ドルの輸入品に対し、関税を 10%から 25%へと引き上げており、その後、中国からの輸入品の残り 3000 億ドル分にも 25%への関税引き上げを検討、としているのは、日本の設備投資にとっても向かい風となり得る。日本国内の設備投資にとって、中国から米国への輸出が減少することによる直接的な影響は限定的であろうが、生産拠点の戦略練り直し等を迫られることによる設備投資見送りがどの程度発生するかが焦点となろう。

3 月の機械受注統計では、同時に 4-6 月期の機械メーカーの受注見通しが公表され、船舶・電力を除く民需で前期比+15.7%と非常に高い伸びが見込まれている。19 年初には中国を中心としてグローバルに景気が鈍化していたが、3 月には中国の経済指標が明確に改善しており、景気の先行き不透明さが後退し始めていたのが影響した可能性が考えられる。調査時期である 3 月末時点では企業の先行きへの見方が改善していたことが確認できたが、上記の様に、5 月に入り米中貿易摩擦が再燃したこともあり、再び先行きの不透明度合いが高まっている中では、この強気な見通しも割り引いて見る必要があろう。

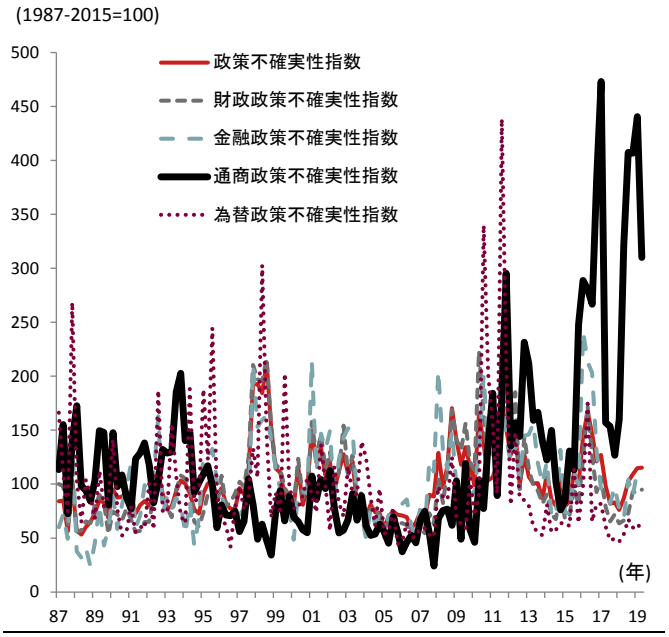
政策不確実性指数は、こうした不透明性を知る上での手がかりとなろう。政策不確実性指数は、大手新聞の紙面で登場した、政治や経済に関する特定のワードの登場回数を基に作成される指数であり、実質設備投資と連動、ないし若干先行する傾向がある(図表 8)。政策不確実性指数は、その作成方法上、政治の不透明感だけではなく実体経済の動向に関するワードの影響も受けている可能性には留意したいが、16 年、18 年にはこの政策不確実性指数は大きく上昇しており、その内訳として通商政策の不確実性指数の上昇が影響している(図表 9)。公表されている直近 4 月までの値は低下していたものの、これまでの米中

通商摩擦の経過に鑑みれば、5 月は再び政策不確実性指数は上昇すると見るのが自然であろう。

不確実性が高まった 18 年度の設備投資計画は先送りが見られていない

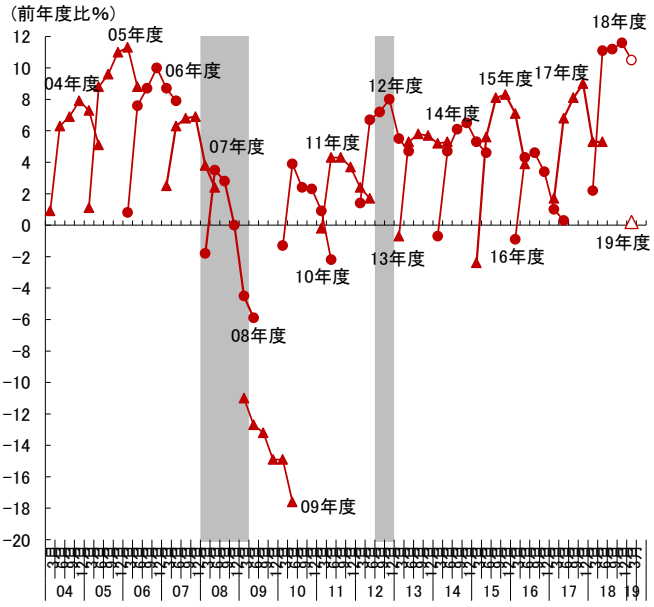
企業がどのように設備投資を行うかを考える上では、日銀短観の設備投資計画が参考となろう。同調査における設備投資計画は、当該年度開始直前の 3 月調査で調査を開始され、その後の調査で上方修正されていく傾向があるため、時系列の比較は、過去の同じ調査時期と比較する必要がある(図表 10)。19 年度の設備投資計画値(前年度比)は、その滑り出しは過去と比べれば低くはないが、17 年度、18 年度の滑り出しを下回っており、企業の設備投資意欲がやや低下していることを示唆していると言えよう。

図表 9: 各種政策不確実性指数



出所:Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito, 2017 より野村作成

図表 10: 日銀短観設備投資計画(含むソフトウェア除く土地、全規模全産業)



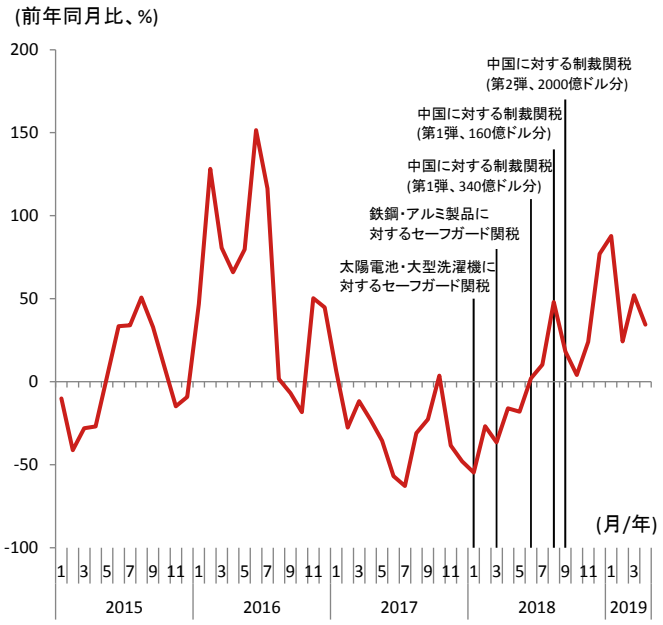
注：シャドー部分は内閣府の景気基準日付に基づく景気後退期。設備投資計画の白抜きは直近値。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

ここで、米中間の貿易摩擦が激化した 2018 年度の経験を振り返ってみよう。18 年は米国が中国に対する関税引上げを何度も決定しており、それにつれて日本の政策不確実性指数も上昇していた。一方で、不確実性の上昇が、18 年度の設備投資計画に対してどのように影響したのかを確認するため、過去の「3 月調査」から「実績見込み」にかけての修正率を見ると、18 年度は特に大きく下方修正された訳ではない。修正率は景気後退期に低下する傾向があり、これは景気の低迷等を受け、元々見込まれていた設備投資、ないしは通常の設備投資計画の修正パターンに沿って追加的に盛り込まれた設備投資が、見送られるためであると考えられる。米中貿易摩擦と関わりなく景気が悪化する場合は別として、これまでのところ、米国の対中関税引上げ決定が、必ずしも日本の企業の設備投資を大きく見送らせるとは言えないであろう。

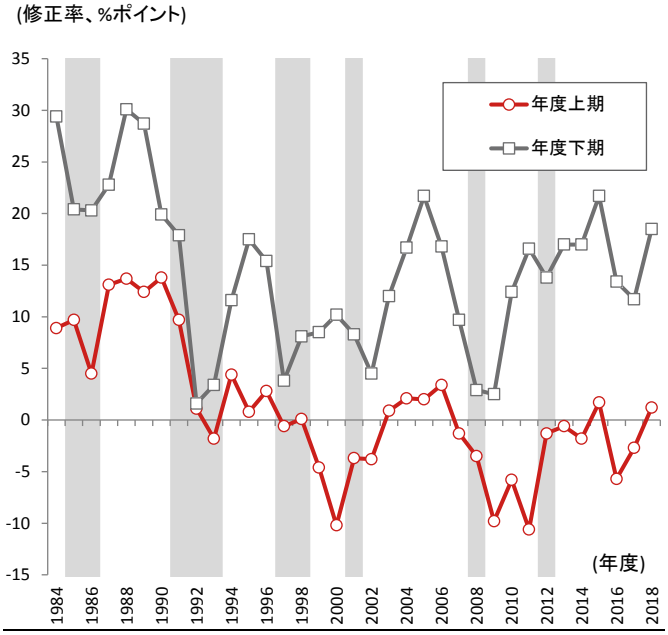
野村では、国内の人手不足を補う目的での省力化投資や、19 年 4-6 月期以降の外需回復を受けて、設備投資も 1-3 月期には前期比減少したが、4-6 月期以降は回復方向に向かうと予想している。米中貿易摩擦が、実体経済に与える影響は不確実性が高く、下方リスクが高まっている点は注意したいものの、野村では 19 年度、20 年度の実質設備投資の前年比はそれぞれ+1.6%、+2.4%と増加基調を予想している。

図表 11: 過去の米国による中国への制裁関税決定時と日本の政策不確実性指数



出所: 各種報道、Policy Uncertainty in Japan" by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito, 2017 より野村作成

図表 12: 短観設備投資計画の修正率



注：1.毎年度上期・下期の設備投資計画の「実績見込み」から「3 月調査」を引いた。2.ソフトウェア除き土地含む。3.シャドー部分は内閣府の景気基準日付に基づく景気後退期。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

5. 雇用環境にも景気鈍化の影響が徐々に滲み出始めた

19 年 1-3 月も雇用者数の増加ペースは堅調

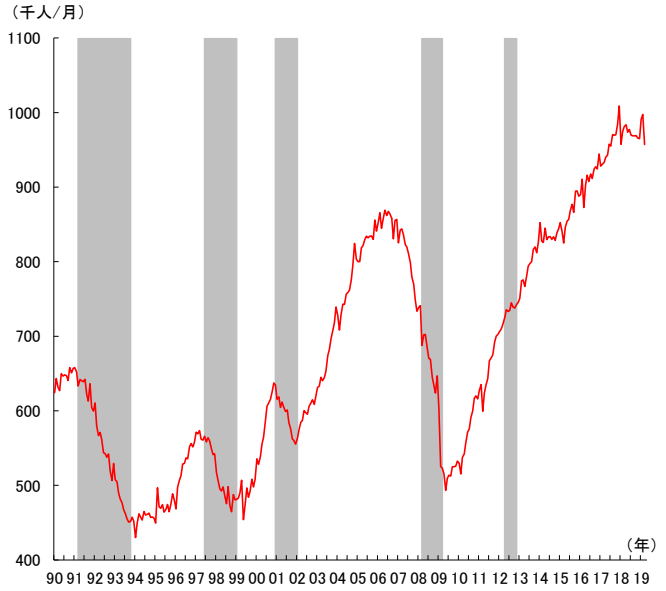
19 年 1-3 月期の雇用者数は前期比+0.3%と増加した。18 年の前半に急増していたのと比べれば、ややペースは落ちてきているものの、依然として堅調な増加を維持している。就業者数は前期比横ばいとなったが、18 年 10-12 月期に同+0.6%と大きく増えており、均せばまだその増加ペースは維持されていると見ることは可能であろう。

雇用・賃金にも景気減速の影響が徐々に滲み出始めた

ただし、先行きの雇用環境を考える上では、懸念材料が浮上し始めている。雇用者数に先行する傾向がある新規求人数は、19 年 3 月に前月比-4.0%と大きく減少した(図表 13)。四半期ベースに均せば、19 年 1-3 月期の前期比は+1.6%と増加しているものの、期末にかけての減少が大きい点は足元での企業の採用意欲が大きく低下している可能性を想起させる。また、より長い目線で見れば、

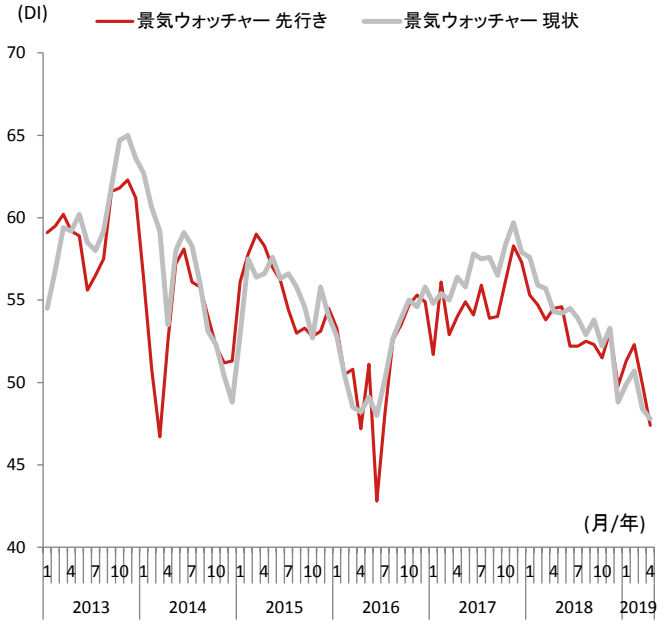
新規求人数の頭打ちは明確である。これまでの増加の期間が長く、かつ 16 年から 17 年にかけては、そのペースが速かった点は考慮する必要はあろうが、先行きの雇用者数の伸びが想定以上に減速するリスクが意識されよう。

図表 13: 新規求人数



注：シャドー部分は内閣府の景気基準日付に基づく景気後退期。
出所: 厚生労働省、内閣府資料より野村作成

図表 14: 景気ウォッチャーの雇用関連 DI



出所: 内閣府資料より野村作成

また、景気ウォッチャー調査の雇用関連 DI を見ると、直近 19 年 4 月には現状判断、先行き判断ともに悪化している(図表 14)。雇用関連は、職業紹介機関や求人情報誌の製作会社が調査対象であり、代表的な判断理由のコメントを見ると、現状判断では採用抑制の動きが既に出ており、先行き判断でも、景気の先行きが不透明であるため募集に対して慎重になってくる企業も出てくる、と回答されている。

先行きの景気の不透明感に関しては、19 年 10 月に消費増税を控えている、という側面も考えられるものの、景気ウォッチャーの先行き判断では、現在と、3 カ月後の見通しの比較を調査しており、消費増税は調査上想定される期間よりもまだ先である。実際に、前回の増税時である 14 年 4 月の前にも雇用関連判断 DI(先行き)は下落していたが、それは増税の 4 カ月前(13 年 12 月)からであった。この時も本来の調査上想定される期間よりは若干早かったものの、この経験からすれば足元の雇用関連 DI の低下は、消費増税よりも米中貿易摩擦や、景気一般の低調さを反映している可能性があろう。

雇用者数は 18 年に前年比+2.0%と大きく増加したが、もともと野村では、先行きはその増加ペースが低下していくと予想していた。依然として完全失業率は 2%台前半から半ばという、非常に低い水準を維持しており企業の人手不足感は強い。鉱工業生産などに持ち直しの動きが見られ始めていることもあり、上記のような、景気の減速を受けた採用の抑制が本格化し、雇用者数が減少局

面に入るとは現時点では見込まないが、先行きの景気に不透明感が高まっているのは事実である。雇用者数の伸びは 19 年度、20 年度ともに前年比 1%程度を予想しているが、雇用環境にも下方リスクが強まっている点は注意しておきたい。

サンプル替えの影響を除いたベースでも賃金の伸びは小幅低下

賃金データを見ても、その伸びは低下している。直近 3 月の一人当たり賃金(現金給与総額)は前年同月比-1.9%と減少した。19 年に入ってから賃金は前年比減少が続いており、18 年は概ね同 1%を超える伸びが続いていた所からすれば顕著に失速している(図表 15)。

厚生労働省によれば、19 年 1 月に 30 人以上規模の事業所の標本入れ替えを行っており、それにより 19 年 1 月以降の現金給与総額は 0.9%押し下げられているとしている。厚生労働省は「前年同月分」及び「当月分」ともに集計対象となった調査対象事業所のデータを「共通事業所」として本系列とは別に公表している。その共通事業所のデータに基づけば、本系列と比べその減少幅は大きく和らぎ、賃金の実態は小幅減速という評価になろう。

背景としては、完全失業率が 19 年 1-3 月期の期中平均が 2.5%と、18 年 10-12 月期から 0.1%ポイント上昇しており、労働需給が若干緩和したのが影響したのかもしれない。労働力率の上昇を伴っており、景気の悪化を反映した失業率上昇ではないものの、労働需給の緩和が賃金の重石になった可能性を指摘できよう。

19 年春闘は妥結ベア率の下方修正続く

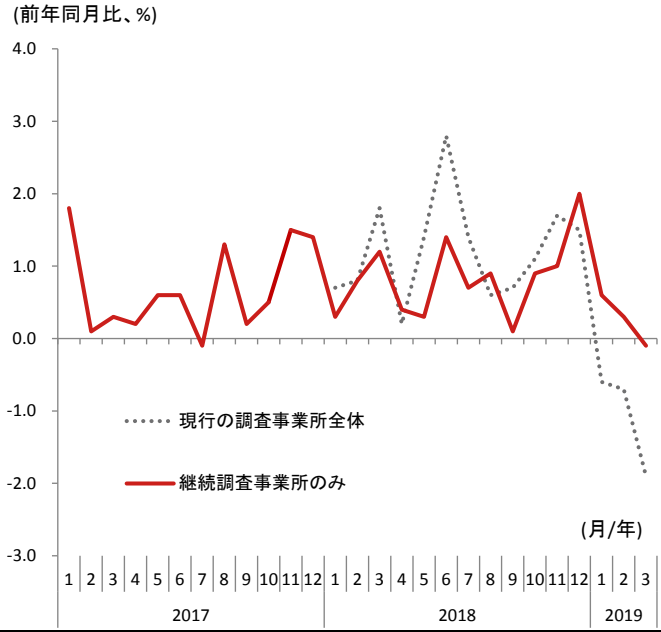
野村では、先行きの労働需給は、少子高齢化など人口動態を背景として緩やかにタイト化が進行すると見ている。景気の不透明感が強まっており、上記の採用抑制の動きが本格化するリスクには注意したいが、現時点ではまだメインシナリオではない。労働需給がタイト化するのを受け、通常であれば賃金も緩やかではあるが再び上昇基調に戻ると考えられる。

しかし、今後の賃金動向を考える上で重要な、19 年春闘は盛り上がりに欠けている。春闘では、一人当たり賃金の大部分を占める基本給(所定内給与)を勤続年数に関わらず一律に引き上げる、ベースアップ(ベア)が注目される。19 年の春闘にあたっては、連合が大企業と中小企業の賃金格差是正に重きを置くよう方針変更を表明しており、中小企業よりも賃金水準が高いことが多い大企業に限れば、賃上げの機運が低下していたと見られる。実際に、3 月 13 日の一斉回答日時点では、ベアが前年を下回る回答が目立っていた。それでも 19 年春闘の第 1 回集計ではベア率は 0.62%(賃上げ率のうちベースアップ分が明確に分かる組合のみの集計値、以下同様)と、18 年の最終集計結果の 0.54%を上回っており、ひとまずは中小企業を含めた、全体としての賃上げの勢いが弱まっていないことが確認されていた。

ところが、本稿執筆時点まで第 5 回集計まで公表されており、ベア率は 0.50%まで下方修正されている。背景としては、上記の交渉の方針変更に加えて、景気の減速が影響した可能性を指摘できよう。例年、途中の集計から最終集計までの間で、ベア率は変わりうるが、19 年のベア率は 18 年を下回る可能性も視

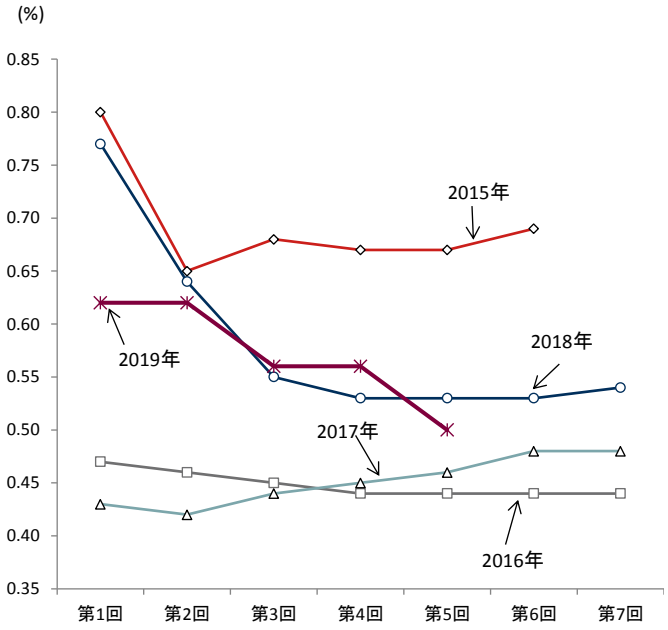
野に入れる必要はあろう。野村では、19 年度、20 年度にかけて、一人当たり賃金は 0%台半ば程度で推移すると予想している。

図表 15: 現金給与総額



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 16: 各回答集計時点でのベースアップ率



注：2015 年は第 6 回、2016 年、2017 年、2018 年は第 7 回が最終集計。2019 年は第 5 回集計までを掲載。なお、2019 年も第 7 回が最終集計と予定されている。

出所: 連合より野村作成

6. 消費増税の駆け込みにより 4-6 月期は増加見込み

1-3 月期の消費は小幅減少

1-3 月期の実質個人消費は前期比-0.1%と、18 年 10-12 月期の同+0.6%から減少に転じた。上述のように、雇用環境に弱含みが見られ始めたほか、賃金の伸びもやや減速していたのに加え、消費動向調査における消費者態度指数が 1-3 月の累計で 2.1 ポイント低下するなど家計の先行き見通しが悪化していたことを考えれば、不思議ではない。

消費者態度指数の構成項目ではないが、資産価値 DI を見ると、18 年 10-12 月の累計で 2.5 ポイント低下、その後 2 月に反発したものの、1-3 月も累計で-0.5 ポイントと、弱めの動きが続いた。1-3 月は日経平均株価が上昇局面にあったにも関わらず同 DI が低下しており、家計が先行きの景気改善に確信を持てていなかった様子がうかがわれる。

4-6 月期は消費増税の駆け込みが始まろう

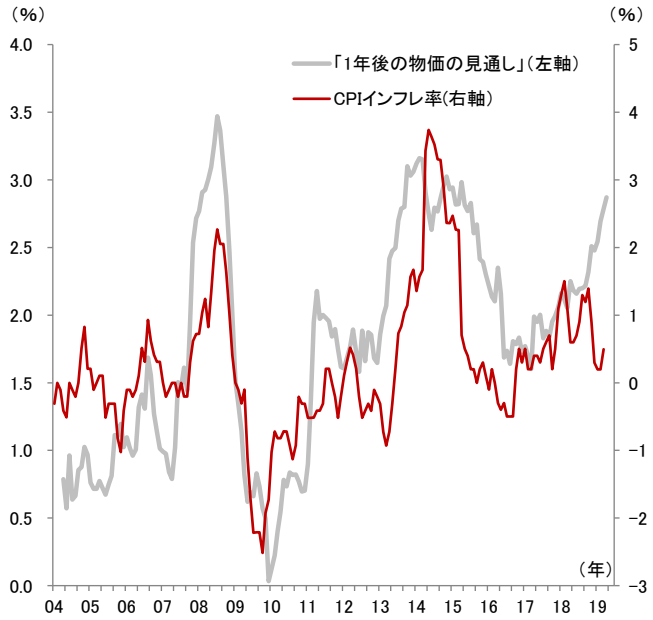
野村では、再延期の可能性が燻っている消費増税については、前回見通し時から引き続き、実施をメインシナリオとして据えている。実施が予定されている 10 月に近づくにつれ、駆け込み消費の機運が高まっていき、実質個人消費は 4-6 月期に前期比+0.4%、7-9 月期に同+0.7%と加速すると見ている。

気になるのは、消費者が消費増税実施の有無をどう見ているかである。上述した消費動向調査には、「1 年後の物価の見通し」という質問項目がある。回答割合を用いて独自に家計の「1 年後の物価の見通し」を計算すると、通常は CPI(総合)インフレ率と連動して動いており、家計は実際の物価を見てインフレ予想を形成していることが分かる。しかし、昨年 11 月からは、実際のインフレ率が安定しているにも関わらず「1 年後の物価の見通し」は大きく上昇しており、消費者が消費増税を織り込み始めたと理解されよう(図表 17)。

また、既に公表されている 4 月の消費関連指標では、4 月の新車(乗用車)販売台数が 1-3 月平均比+6.9%と増加に転じている。日本百貨店協会の公表した 4 月の全国百貨店販売額(季節調整は野村による)も 1-3 月平均比+2.8%と、高めの伸びとなっている(図表 18)。今のところ確認できる 4 月の消費関連指標は、駆け込み需要が始まった可能性を示唆している。

もちろん、10-12 月期には消費増税の駆け込み消費に対する反動減が予想される。その後も、消費増税前後の消費平準化策であるポイント還元の期限が切れる 20 年 6 月末前後においても、19 年 10 月よりは小さめではあるものの、駆け込み増／反動減が生じると見られる。先行き個人消費は前期比増減が繰り返されることとなり、趨勢は読みにくい。

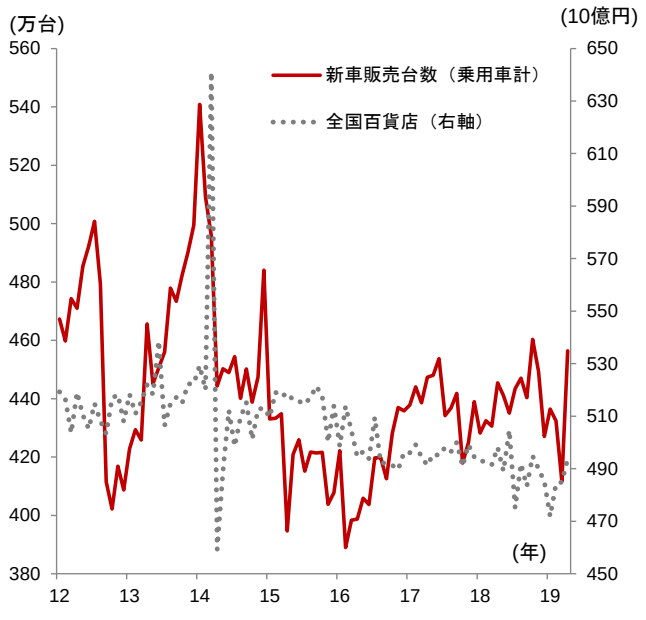
図表 17: 家計の予想物価上昇率と実際のインフレ率



注:「物価の見通し」は、予想物価変化率が「5%以上低下」を-5%、「2-5%低下」を-3.5%、「2%未満低下」を-1%、「2%未満上昇」を 1%、「2-5%上昇」を 3.5%、「5%以上上昇」を 5%とし、回答割合で加重平均した。CPI インフレ率は消費税率引き上げの影響を含む。

出所: 内閣府、総務省より野村作成

図表 18: 百貨店売上・新車販売台数



出所: 日本百貨店協会、日本自動車販売協会連合会、全国自動車協会連合会より野村作成

19・20 年度の個人消費も緩やかな増加基調を予想

個人消費については毎四半期の変動が大きくなるものの、全体感として野村では、雇用環境が底堅さを維持する中でも、先行き不安などから個人消費の伸びは雇用者報酬の伸びを下回り続けると見ている。所得の伸びが強い状態が長期間続けば、将来に対する期待がどこかの時点で修正される可能性はあるものの、既に景気が鈍化傾向にある中では、本経済見通し期間の中では想定しにくい。

19 年度の個人消費は前年比+0.4%と 18 年度の同+0.4%と同程度の伸び、20 年度は消費増税による実質所得減少に伴った買い控えが反映され、同+0.3%と小幅減速を予想する。

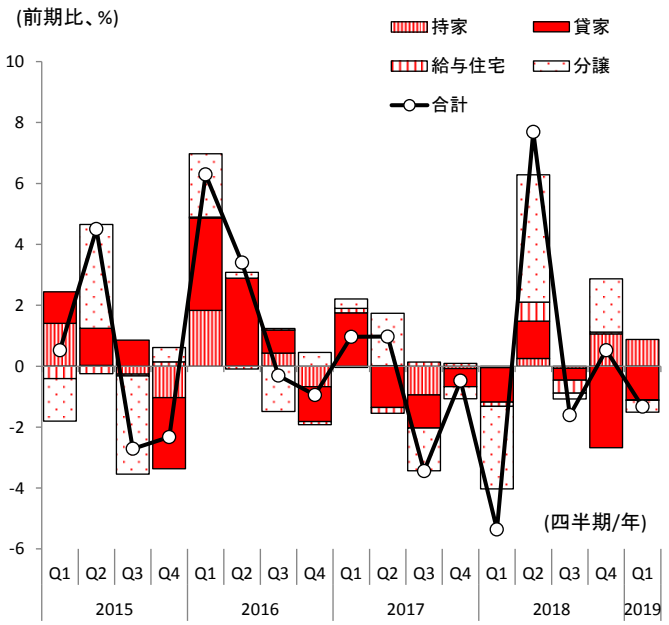
7. 金融機関の貸家建設への融資姿勢厳格化が尾を引く

19 年 1-3 月期の実質住宅投資は 3 四半期連続で増加

19 年 1-3 月期の実質住宅投資は前期比+1.1%と、3 四半期連続で増加した。1-3 月期の住宅着工戸数は同-1.3%と減少していたものの、住宅投資は建設工事の進捗ベースで計上される。18 年 10-12 月期の着工戸数が同+0.5%と増加しており、その分が遅れて住宅投資に反映されたと解釈できる。

また、1-3 月期の住宅着工戸数の前期比の内訳を見ると、貸家、分譲が減少し全体が減少しているものの(図表 19)、前年同期比で見ると分譲は増加しているだけでなく、18 年 10-12 月期から増加幅を拡大させており、全体を押し上げている(図表 20)。分譲の前年同期比は 18 年 1-3 月期に減少しており、ベースが低かったことが 19 年 1-3 月期の前年比増加に影響した側面はあろうが、それを差し引いても、季節調整済み系列の前期比減少とは整合的でない。直近数年、年初の分譲の前期比は振れが大きかったことを踏まえると、着工戸数の季節調整が上手くいっていない可能性が疑われる。実態の着工戸数は、統計で示されるよりも多かったのかもしれない。

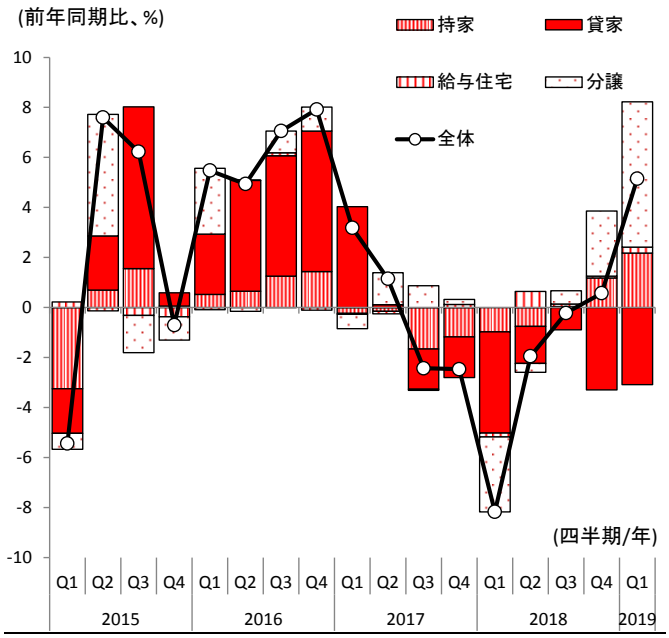
図表 19: 住宅着工戸数(季節調整済み)



注：個別系列ごとに季節調整が施されており、個々の合計は全体と一致しない。

出所: 国土交通省資料より野村作成

図表 20: 住宅着工戸数(原系列)



出所: 国土交通省資料より野村作成

金融機関の貸家建築への融資姿勢厳格化が尾を引く

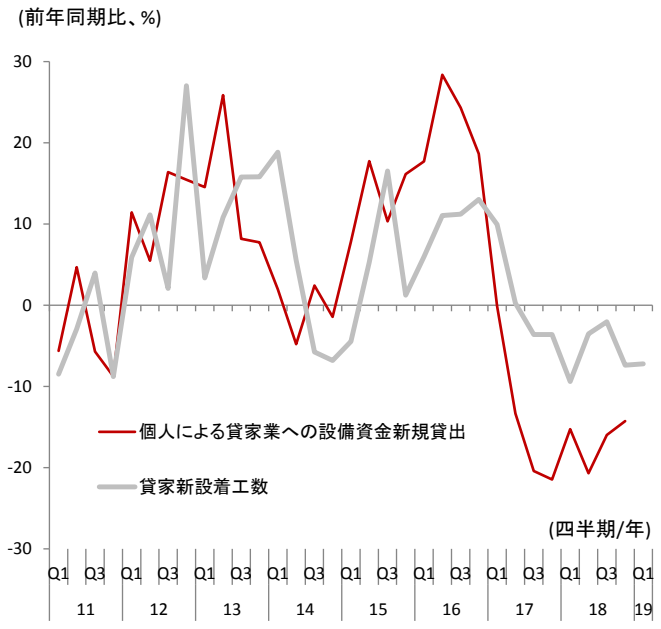
貸家の着工減少には、引き続き相続税対策の需要一巡及び、金融機関が貸家建設向けの貸出に慎重になっていることが作用していると考えられる。個人による貸家業への設備資金新規貸し出しを見ると、その前年同期比減少率の拡大には歯止めがかかっているものの、依然として低調であり(図表 21)、まだ貸家着工戸数の調整は継続すると見られる。

景気ウォッチャーの住宅関連業者の先行き判断は悪化

また、景気ウォッチャー調査で示される、住宅関連業者の景況感がこの所悪化している点は気がかりである(図表 22)。特に先行き判断 DI の悪化が大きい。

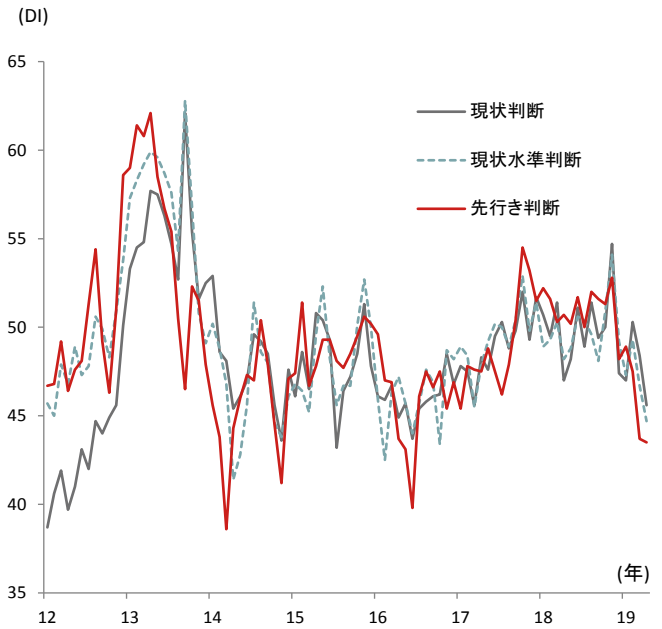
景気ウォッチャー調査では、代表的な景気判断の理由のコメントが公表されている。分量が多いため、ここではその全てを紹介するのは割愛するが、18 年 12 月から 19 年 4 月までの先行き判断 DI で悪化方向の回答理由を見ると、その理由は概ね図表 23 のようにまとめられる 。

図表 21: 貸家建設のための新規融資と貸家着工



出所:日本銀行、国土交通省資料より野村作成

図表 22: 景気ウォッチャー調査の住宅関連



出所: 内閣府資料より野村作成

代表的なコメントでは、既に顕在化している貸家への融資姿勢の厳格化が依然として住宅業界にネガティブな影響を与えている点や、海外景気の悪化が挙げられている。また、税制改正による買い控えが起きていることを指摘するコメントもある。19 年度税制改正で消費増税前後の需要平準化策が盛り込まれたが、野村では駆け込み需要・反動減を抑制する効果は限定的だと見てきた。税制改正の影響を指摘するコメントは決して多くはないため、完全に需要が平準化された訳ではなさそうだが、消費増税までの期間のリスク要因として注意が必要であろう。

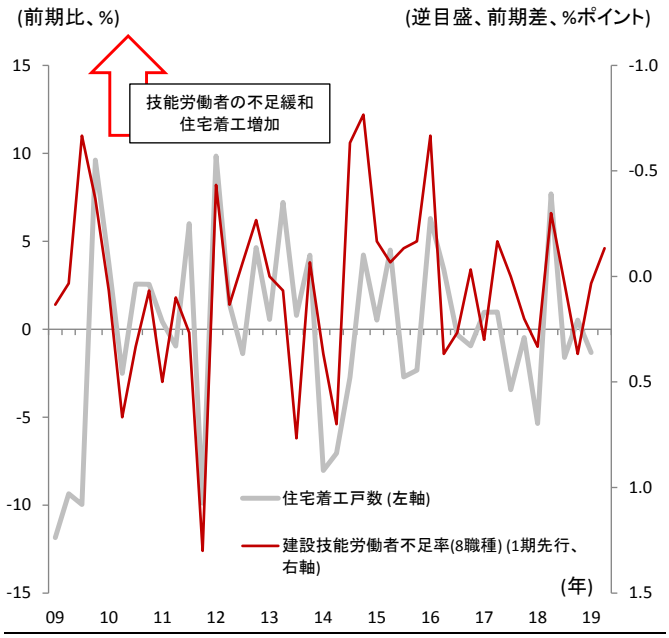
一方で、悪化方向を見込む理由として挙げられている人手不足に関しては、19 年 1-3 月期の建設技能労働者の不足率は低下しており(図表 24)、目先の住宅着工を考える上ではポジティブな材料である。また、本来回答する上で想定される時期よりも先の時期である、消費増税後の需要落ち込みを懸念するコメントもあるため、そもそも先行き判断 DI の悪化は、3 カ月後の住宅需要を考慮する上でやや割り引いて見る必要性もあろう。

図表 23: 18 年 12 月から 19 年 3 月の景気ウォッチャー調査で住宅関連業者が悪化方向を回答した主な理由

- 金融機関の融資姿勢の厳しさ
- ホテル等リゾート建設需要の一巡
- 人手不足
- 株価下落の負の影響
- 税制改正による買い控え
- 消費増税後の反動減
- 海外含めた景気の悪化

注：×(悪)あるいは▲(やや悪)を回答した理由。
出所: 内閣府資料より野村作成

図表 24: 住宅着工戸数と建設技能労働者不足率



注：建設技能労働者不足率は 1 期先行させている。
出所: 国土交通省資料より野村作成

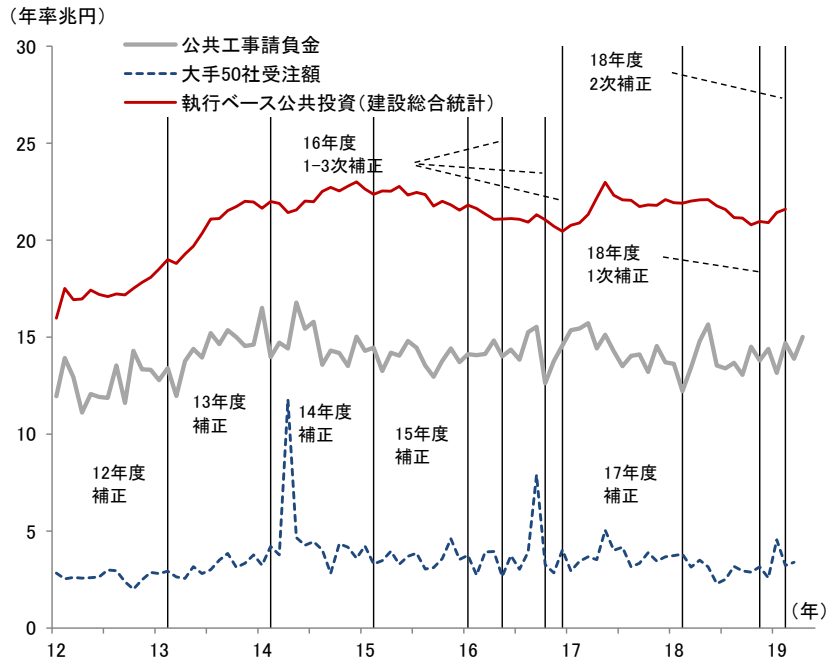
野村では、引き続き先行きの住宅着工戸数には消費増税前の駆け込み需要・反動減が表れると見ている。ただし、上記の様な不透明性が強まっている点や、住宅の受注状況は、野村がこれまで見ていたよりも早く着工戸数の反動減が始まる可能性を示唆している点を踏まえ、実質住宅投資の前年度比は 19 年度が-1.4%と前回見通し(19 年 3 月 8 日)の-0.8%から下方修正した。ただし、20 年度は反動減からの立ち直りが見込まれ、同-2.8%と前回の-3.8%から上方修正となっている。

8. 公共投資は増加基調入り

先行指標は公共投資の増加基調入りを示唆

19 年 1-3 月期の GDP ベース実質公共投資は、前期比+1.5%となった。18 年 11 月に 18 年度補正予算で手当てされた公共投資が、GDP 統計上も確認され始めたと考えられる。今後は、同 12 月に策定された 7 兆円規模の「防災・減災、国土強靭化のための 3 か年緊急対策」に基づき、18 年度第二次補正予算、19 年度当初予算で手当てされたインフラ投資が顕在化すると見込まれる。実際、GDP ベース公共投資に 1 四半期程度先行する傾向のある公共工事請負金は、18 年 10-12 月期に前期比+6.4%と増加した後、1-3 月期は同-2.3%とやや減少したが、4 月は 1-3 月平均比+8.0%と高めの水準となっており(季節調整は野村による)、増加基調に入ったように見受けられる(図表 25)。

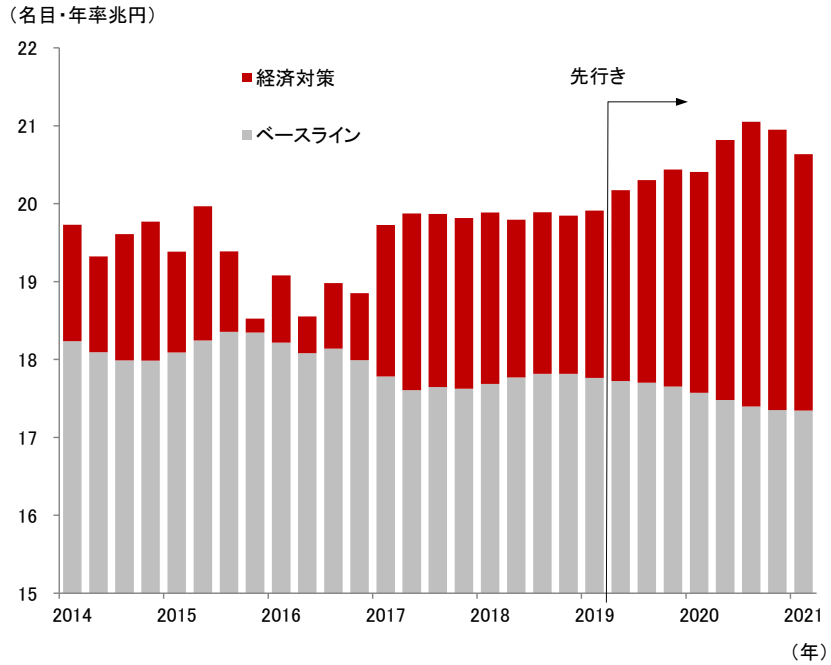
図表 25: 予算成立タイミングと公共投資



注: 公共工事請負金と執行ベース公共投資の季節調整は野村による。縦線はそれぞれの補正予算の成立タイミング。

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、国土交通省より野村作成

図表 26: 公共投資の試算



注: 国の予算及び地方財政計画に基づき独自に推定。GDP ベース公共投資とは異なる。先行きは、19 年度補正予算で 2 兆円、20 年度当初予算で 1 兆円の公共投資積み増しを仮定。

出所: 財務省、総務省より野村作成

先行きについても、19 年度補正予算、20 年度当初予算でインフラ投資の上積みが行われ、公共投資は継続的に成長率を下支えすると想定している(図表 26)。19・20 年度の GDP ベース実質公共投資は、それぞれ前年比+2.2%、+2.5%と予想する。

さらなる追加対策は想定せず

可能な論点の一つは、さらなる経済対策の上乗せがあるか否かであろう。既に見たように、1-3 月期の GDP 成長率は予想外のプラス成長であったが、輸入の減少によるところが大きく、国内最終需要は弱めの数字が目立った。鉱工業生産は前期比 2.5%減少、日銀短観 3 月調査によれば大企業・製造業の業況判断 DI は 12 月調査比 7 ポイント下落など、むしろ他の主要経済指標は景気悪化を示唆していた。景気の実態はむしろ悪いという判断があっても不思議ではない。

ただし、現時点での追加景気対策は、あったとしても大きなものにはなりにくいだろう。政府は 2 次にわたる 18 年度補正予算において、合計 3.9 兆円の追加歳出を手当てしているほか、19 年度当初予算でも消費増税対策を念頭に置いた約 2 兆円の「臨時・特別の措置」を計上している。これらの効果はまさにこれから出てくるものであり、景気減速に対する対応は事実上既に行われていると言える。加えて、18 年度決算が未確定であり、財源としてどの程度前年度剰余金が使用できるか不明である。19 年度が始まったばかりであることを考えれば、税収見積もりを変更して財源を確保するのも難しい。

もちろん、財源のめどが立たない年度開始直後であっても、既定経費の削減や国債の増発により、ある程度の規模を確保することは可能であろう。ただし、年度明け後すぐに補正予算が成立した例を振り返ると、熊本地震に対応するための 16 年度第一次補正予算(5 月)、東日本大震災に対応するための 11 年度第一次補正予算(5 月)、リーマンショック後の落ち込みに対応するための 09 年度第一次補正予算(5 月)など、かなり特殊な状況に限られている。

全体的に見て、震災やリーマンショックのような緊急性を要する経済状況でないことを考えると、速やかに大規模な経済対策が出てくる可能性は低いのではないか。既に公共投資による景気下支えをメインシナリオとしている野村の想定に、さらに追加対策を上乗せする必要性は低いと判断する。

9. 値上げの萌芽が見られ始めたがエネルギーによりコアインフレ率は下落

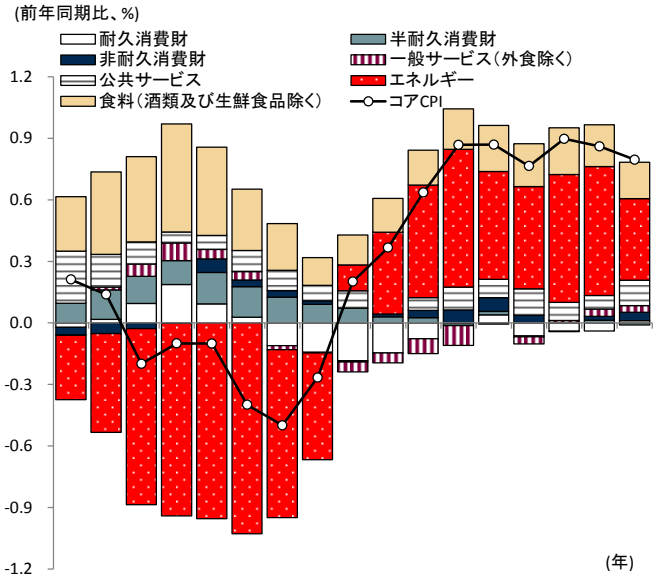
エネルギー価格の伸びは野村の従来予想通り下落

19 年 1-3 月期の全国コア CPI(生鮮食品除く総合)は前年同期比+0.8%と、18 年 10-12 月期の同+0.9%から 0.1%ポイント低下した。内訳を見ると、公共サービスと耐久消費財が押し上げに寄与した一方(前年同期比の前期からの寄与度差：+0.06%ポイント、+0.05%ポイント)、エネルギーが押し下げに寄与(同：-0.23%ポイント)したことで、全体の伸びが低下している(図表 27)。

野村では元々、18 年秋から 18 年末にかけて原油価格が大きく下落したのを受け、CPI のエネルギー価格もその伸びを低下させていくと予想していた。2 月以降は原油価格が持ち直したこともあり、3 月には上昇に転じたものの、今後

は上記の原油価格下落の影響が、電気代、ガス代に遅れて顕在化すると見られ、エネルギー価格のインフレ率は低下していく公算が大きい。

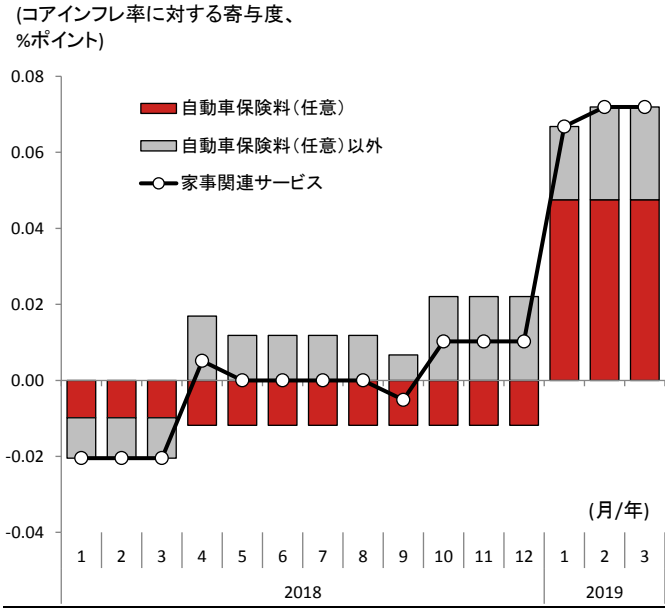
図表 27: 全国コア CPI(消費増税の影響除く)



注：1.コア CPI は生鮮食品を除く消費者物価指数。2014 年 4 月の消費税率引上げの影響を除く。2.非耐久消費財は、総務省公表の「非耐久消費財」から「食料」「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」「灯油」「ガソリン」を除いたもの。ただし「酒類」は含まれている。

出所: 総務省資料より野村作成

図表 28: 家事関連サービスのコアインフレ率に対する寄与度



出所: 総務省資料より野村作成

公共サービスは当面のインフレ率押し上げ要因

一方で、19 年 1-3 月期のコアインフレ率押上げに寄与した公共サービスの内訳を見ると、そのほぼ全てが家事関連サービス、中でも自動車保険料(任意)によるものとなっている(図表 28)。価格の改定頻度が低い品目であることから、コアインフレ率の前年比を当面押し上げる要因とはなるものの、その押し上げ効果が追加的に強くなる可能性は低いだろう。

家電など耐久消費財に値上げの萌芽が見られ始めた

また、耐久消費財の押し上げに関しては、ルームエアコンの新製品の発売時期が例年 3-4 月頃なのに対し、19 年は 1 月から発売されたことがその一因として挙げられる。ただし、コアインフレ率に対する耐久消費財の各品目の寄与度を、18 年 10-12 月期と 19 年 1-3 月期で比べると、押し上げ寄与はルームエアコンに限らず、家電が幅広い品目で幅広く押し上げに寄与している(図表 29)。また、耐久消費財のうち、前年同月比で値上がりした品目の割合は高まっており、その値上げの裾野は広がってきていると言えよう(図表 30)。

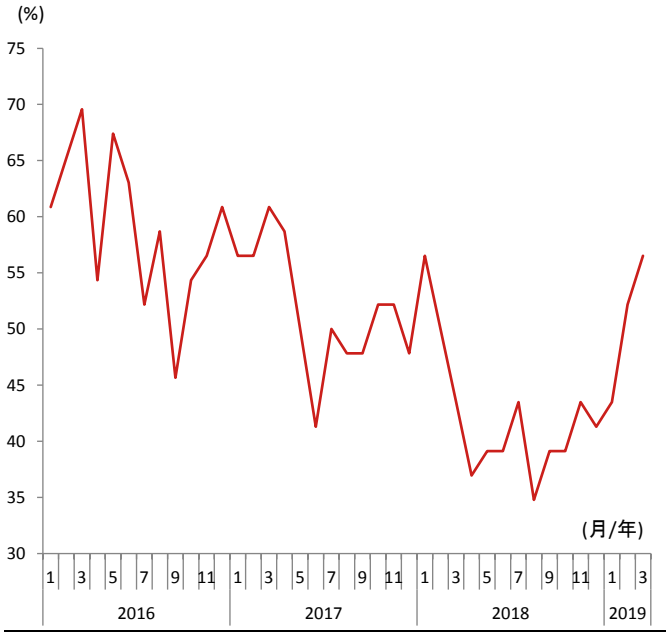
図表 29: 18 年 10-12 月期から 19 年 1-3 月期の耐久財のコアインフレ率に対する寄与度差

（%ポイント）

寄与度差	押し上げ上位10品目	寄与度差	押し上げ下位10品目
0.0226	電気掃除機	−0.0002	テレビ
0.0208	ルームエアコン	−0.0003	カーペット
0.0051	給湯機	−0.0006	温風ヒーター
0.0038	電気冷蔵庫	−0.0011	電気炊飯器
0.0031	温水洗浄便座	−0.0014	眼鏡
0.0031	照明器具	−0.0026	普通乗用車B
0.0028	普通乗用車A	−0.0034	軽乗用車
0.0023	プリンタ	−0.0034	携帯電話機
0.0022	固定電話機	−0.0035	パソコン（デスクトップ型）
0.0018	電気洗濯機（洗濯乾燥機）	−0.0039	パソコン（ノート型）

出所:総務省資料より 野村作成

図表 30: CPI 耐久消費財の上昇品目数割合



出所: 総務省資料より野村作成

こうした CPI の耐久消費財の値上げは、企業間で取引される財の価格を示す、企業物価指数(CGPI)の耐久消費財が下落方向を辿っているのと平仄が合わない。過去、CGPI の耐久消費財の変動は、CPI の耐久消費財に対して先行する傾向があったものの、18 年以降、その方向性の乖離が大きくなっている(図表 31)。

この背景としては、流通段階では価格が下落している一方で、小売店の価格設定スタンスが強気になっていることが影響しているのかもしれない。景気ウォッチャー調査の家計動向関連・家電量販店の先行き判断 DI は振れが大きい点には注意したいが、その基調は CPI の耐久消費財に対して先行する傾向があり、このところ改善方向を辿っている(図表 32)。19 年 10 月の消費増税を控えた駆け込み需要への期待が影響している可能性を指摘できよう。

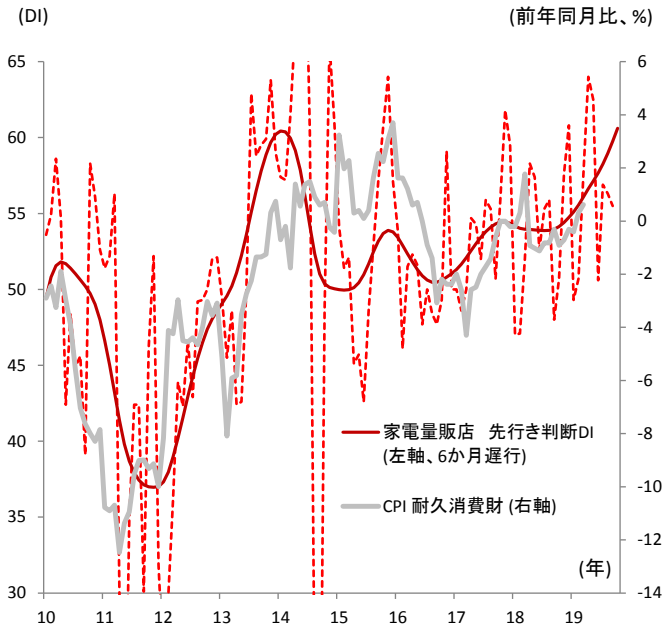
原油価格の前提を引上げ、エネルギーの寄与縮小は若干和らぐ見込み

また、上記の通り 2 月以降に原油価格の水準が持ち直したこともあり、野村では経済見通しの原油価格前提を引き上げた。18 年の原油価格下落が急速かつ大幅であったこともあり、先行きのエネルギー価格の伸び鈍化の見方は不変であるが、これまで見ていたよりも、その低下ペースは若干緩やかなものとなろう。

図表 31: CGPI と CPI の耐久消費財

出所: 日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 32: 家電量販店の景況感(先行き)と耐久消費財物価



注：家電量販店の先行き判断 DI は点線が実績、実線が HP フィルターで抽出したトレンド。家電量販店の先行き判断 DI は 6 か月遅行させている。

出所:内閣府、総務省資料より 野村作成

携帯電話通信料の新しいプランがエネルギーによる押し上げを一部相殺

一方で、NTT ドコモ、KDDI が新料金プランを公表しており、ともに 6 月から導入される。野村では NTT ドコモ、KDDI の通信料金プラン引き下げのコア CPI に対する影響は、合わせて 0.1～0.2%ポイント程度の押し下げと見ている。これら携帯電話の通信料金引き下げが、コアインフレ率の趨勢を決定するものではないだろうが、上記の原油価格上昇の影響を一部相殺すると考えられる。

全体のコアインフレ率の基調は、エネルギーの押し上げ寄与が縮小することで低下すると見られるものの、個人消費の駆け込み需要が消費増税前、及びその後のキャッシュレス決済に対するポイント還元制度の期限前に現れると考えられるため、ある程度の販売価格引上げが行われると考えられる。結果として、エネルギーの伸び低下によるコアインフレ率低下はある程度緩和されることで、19 年後半以降は概ね 0%台半ばから前半程度(消費増税・教育無償化の影響除くベース)の推移が続くと見込んでいる。

10. 追加的政策対応の可能性

根強い消費増税延期論

景気下ぶれ懸念が根強い下、政策対応の必要性を主張する声も残存している。景気悪化に対する対応策の一環として依然期待が残っている消費増税延期の可能性に関して、である。

4 月 18 日のインターネット番組で「(消費増税の)前提は景気回復だ。6 月(日銀短観)の数字を見て、危ないぞと見えてきたら、崖に向かってみんなを連れてい

くわけにはいかない」と発言し、消費増税延期の可能性を示唆したとされる萩生田自民党幹事長代行は、5 月 11 日のインターネット番組において、「(消費増税が)決まっているから、なりふり構わずゴールテープを切るという姿勢はよくない。どんな小さな数字の変化も政府は謙虚に受けとめるべきだ」と、その可能性を改めて示唆する格好となった。

しかし、実体経済の悪化及びそれに基づく景気判断の下方修正などを理由に、消費増税延期が決定される可能性は低いと考えられる。増税延期については、政府が、予定通り実施できるような経済運営に努める、としてきたこともあり、景気悪化を理由とした延期判断は、政治的にも下しにくいと考えられるためである。

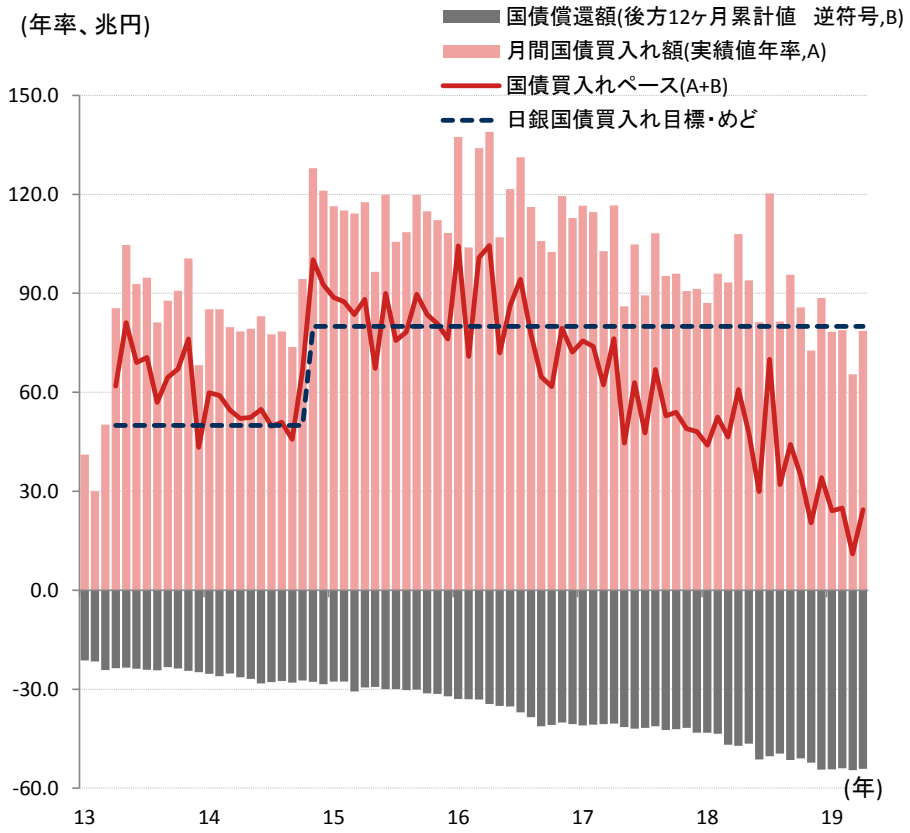
日本銀行追加金融緩和の可能性

増税延期を含めた追加的な財政政策の拡大が実施されない限り、日本銀行が追加金融緩和に動く余地も乏しいだろう。

日銀は、追加金融緩和の手段として、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、資産買い入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速、の 4 つを挙げる。このうち、外形的にみて、対応余地が最も大きいのは、国債買入れの再増額を通じたマネタリーベース拡大ペースの加速であろう。日銀による長期国債の市場からの買入れ額は、償還を差し引いた純額でみて 19 年 3 月には年率 10 兆円台まで縮小した(図表 33)。一方で、日銀は 19 年 4 月金融政策決定会合までの政策公表文に、「買入れ額については、保有残高の増加額年間約 80 兆円をめどとしつつ」との文言を残している。

図表 33: 日本銀行による長期国債買い入れ額の推移

19 年 3 月には年率 10 兆円台まで縮小



出所:日本銀行資料より 野村作成

しかし、日銀が単独で国債買入れ額の再拡大に動けば、現状既にマイナス圏で推移している 10 年国債利回りを含めた市場金利を更に押し下げる結果となり、金融機関の収益圧迫などの副作用を更に拡大することになりかねない。

この点で、政府が何らかの財政拡大措置を打ちだし、国債が増発になるか、そうした思惑が市場に生じ、市場金利に上昇圧力がかかることが、日銀が追加金融緩和に動く前提条件となりうると考えられる。

依然金融政策正常化の可能性を模索する日銀

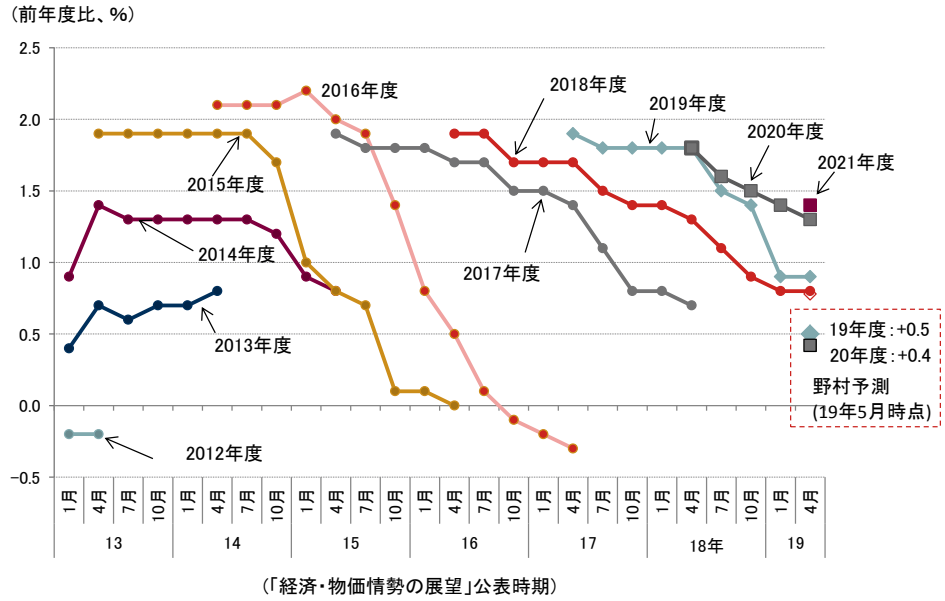
日銀追加金融緩和の可能性が低いとみられる背景は、上述のようにその手段が限定されていることやその条件が限られることに留まるものではない。日銀自身が潜在的には、依然として金融政策正常化の可能性を模索し続けていると考えられることもその理由となろう。

19 年 4 月の金融政策決定会合において、日銀は、「政策金利のフォワードガイダンスの明確化」を決定した。一般に、この措置は、フォワードガイダンスの長期化を図ったと解釈されているが、必ずしもそう言えない側面があろう。

「明確化」に伴って日銀は、「少なくとも 2020 年春頃まで」、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することにコミットしている。2020 年春頃に日銀が想定する物価上昇率は、日銀「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」における見通し(消費増税・教育無償化要因を含むコア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率)に基づくと、前年比 1 %台前半である。すなわち、日銀はコアイ

ンフレ率が 1%台前半に達した段階でも、低めの長短金利維持に対するコミットを緩める余地を示唆しているとも解釈できる。

図表 34: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」における物価上昇率見通し(中央値)の推移
日銀の物価見通しと野村見通しは方向が逆



注:物価見通しは、コア消費者物価上昇率(除く消費税率引き上げ及び教育無償化の影響)ベース
出所:日本銀行より野村作成

メインシナリオは追加政策対応見送り

以上の点を踏まえると、今回の見通し改定によって野村が想定している「底這い」的な景気動向の下では、追加的政策対応は、消費増税延期を含む財政政策と金融政策の両面から見送りとなる公算が大きいと判断するのが妥当であろう。

しかし、現下の米中貿易摩擦再燃など、グローバル経済を取り巻く不確実性の増大は、ともすれば、株価の大幅な調整、円高の再加速を伴った、いわゆるリスク回避的な動きをグローバル金融市場において招来するリスクを内包している。このような、金融市場の混乱が現実化した場合においては、消費増税延期を含めた政策対応が打ち出される可能性は、完全には否定されないであろう。

11. 七年目を迎える成長戦略

5 月 15 日(水)に開催された未来投資会議にて、今夏の成長戦略取りまとめに向けた基本的な考え方の議論が行われた。公開された「今夏の成長戦略のとりまとめの方向性」は、例年における「骨子(案)」に近いものであり、分野・項目ごとの詳細はまだ示されていない。例年通りの運びとなれば、5 月末から 6 月

上旬ごろには「未来投資戦略(素案)」が公表され、成長戦略の詳細が大部分判明するだろう[1]。

今回の成長戦略は「実行計画」と「フォローアップ」に分けて閣議決定される。「実行計画」は、第四次産業革命に合わせて「組織」と「人」の変革を進めることが必要との認識のもと、(1) Society5.0 関連施策、(2) 全世代型社会保障、(3) 地方施策の三本柱で構成され、今回の成長戦略の目玉に据えられる。「フォローアップ」は、前回までの成長戦略の決定事項について、進捗確認と新たな具体的取組が明記される。成長戦略は毎年のアップデートで厚みを増してきたが、目玉政策が分離されることで社会的な認知の向上を意図しているのかもしれない。

公表された「方向性」(上述)によると、「実行計画」は図表 35 の内容で構成される。これらは昨年度からの未来投資会議で検討されてきた事項であるため、報道等も既に行われており、現時点で判明している範囲には新味はない。成長戦略は、15 年度版から「アベノミクス第二ステージ」を謳い、経済の供給面に注目した取り組みを繰り広げてきた。今回の成長戦略もその路線上にあるものと言えるだろう。あえていえば、Society5.0 実装への強い意欲が感じられる点や、社会・経済のより深い構造に取り組もうとする姿勢が明らかになりつつある点に注目しておきたい。18 年 11 月 26 日に行われた会議は、主要な会議体が勢ぞろい[2]したうえで「経済政策の方向性に関する中間整理案」が提出されており、「組織」と「人」の変革を目指す姿勢の表れと解釈できる[3]。

[1] 例年は「骨子(案)」の次に「未来投資戦略(素案)」が未来投資会議に提出され、これが「未来投資戦略(案)」に更新された上で閣議決定を行う。昨年度の場合、6 月 5 日(火)に素案が、同 15 日(金)に案が未来投資会議に提出され、同日に閣議決定も行われた。
[2] 経済財政諮問会議、未来投資会議、まち・ひと・しごと創生会議、規制改革推進会議。
[3] パリ協定長期戦略は、G20 議長国として、世界のエネルギー転換・脱炭素化をリードすることを目指した長期戦略。官邸に設置された「パリ協定長期成長戦略懇談会」が 2019 年 4 月 2 日に提言を提出しており、これに基づいた内容(2050 年までに 80%の温室効果ガスの排出削減を目指す、など)が成長戦略に組み込まれるものと思われる。

図表 35: 「成長戦略実行計画」の具体的な項目として示されたもの

成長戦略実行計画

（1）総論

（2）Society5.0の実現
- ・デジタル市場のルール整備
- ・フィンテック／金融分野
- ・モビリティ
- ・コーポレート・ガバナンス
- ・パリ協定長期戦略
- ・その他

（3）全世代型社会保障への改革
- ・高齢者雇用促進（70歳雇用延長）及び中途採用・経験者採用促進
- ・疾病・介護の予防・健康インセンティブ
- ・その他

（4）人口減少下での地方施策の強化
- ・地銀・乗合バス等の経営統合・共同経営について
- ・地方への人材供給
- ・その他

成長戦略フォローアップ

在来の決定事項についてフォローアップした上で、更なる新たな具体的取組を明記

注: 未来投資会議（第 27 回）配布資料より。

出所: 首相官邸資料より野村作成

12. グローバル生産体制に再考を迫る米中貿易摩擦

5 月 10 日に行われた米中協議が物別れに終わり、昨年 9 月に発動された第三弾の関税措置について税率が引き上げられた。両国は交渉期限を二度延期してきたものの、土壇場で折り合いが付かなかったかたちである。米国通商代表部(USTR)は既に第四弾の関税品目リストも公表しており、6 月 17 日の公聴会を経て、最速の場合 6 月下旬にも関税引き上げが行われる可能性がある。第四弾の対象品目には消費財が多数含まれていることから、米国景気、ひいては世界経済への悪影響が懸念される。

今回の関税引き上げは米中貿易が対象であるが、日本企業もグローバル生産体制の見直しを迫られることになる。日本経済新聞が取り上げている[4]ように、複数の日本企業が中国から生産拠点を移すことを既に検討しているようだ。世界的な関税率の低下や新興国の人件費の低さなどを背景に、日本企業は複数の国に跨る生産体制(グローバル・バリュー・チェーン：GVC)を構築してきたが、激化する米中貿易摩擦や新興国の賃金水準の上昇などを踏まえて、最適な生産体制を検討しなおす必要があるだろう。

企業が自社の生産体制を最適化しなおすにあたっては、急速に変化する国内外の状況を反映することになるだろう。すなわち、「どの機能を国内に残し、どの機能を海外拠点で担うか」が検討されよう。日本貿易振興機構(以下、JETRO)の「日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査」と、経済産業省委託事業報告書「欧米アジアの外国企業対日投資関心度調査」の内容を踏ま

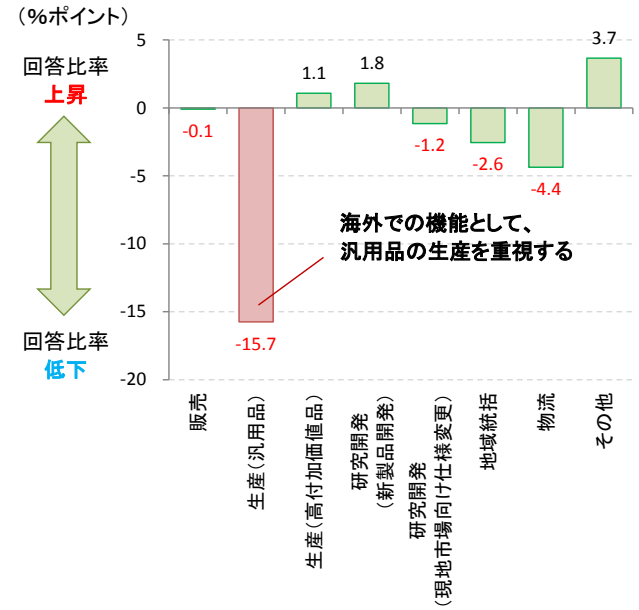
[4] 2019 年 5 月 14 日朝刊“日本企業、供給網見直し「第 4 弾」備え警戒”）

えると、日本企業のグローバル展開の方向性として「海外では高付加価値品の生産活動、国内では R&D」という体制があり得そうだ。新興国での人件費や、国内の人手不足・教育重視の流れを踏まえれば、違和感のない方向性と言えるだろう(図表 36、図表 37)。

また、日本政府の立場から政策面の含意もあろう。日本経済の活性化という観点からは、生産性の高い外国企業を呼び込むことも非常に重要である。実際、日本政府による成長戦略では、2020 年に対日直接投資を 35 兆円まで増やすことが KPI の一つとして掲げられている。図表 38 に見られるとおり、直近 2018 年末の時点では、概ね順調に対日直接投資は増加してきた。

政府は「外国企業の日本への誘致に向けた 5 つの約束」を 2015 年に決定し、これに沿って外国企業の誘致・規制や行政手続きの見直しを進めてきたほか、19 年 4 月 16 日に開催された対日直接投資推進会議(第 7 回)では、これまで外国企業の誘致が東京などの大都市に集中してきたことを踏まえ、それ以外の地域に外国企業を呼び込む、従来の枠組みを強化するための「地域への対日直接投資集中強化・促進プログラム(案)」が決定されている。対日直接投資の窓口である JETRO でも、2019 年度から海外のスタートアップの誘致に本格的に取り組む方針が示された。従来の対日直接投資関連政策では、生産性の高い外国企業を誘致することが政策目標として前面に出ていたが、最先端の技術やイノベーションを携えたスタートアップの誘致まで支援していく姿勢が出てきたことは、新しい取り組みとして前向きに評価できるだろう。魅力的なスタートアップの誘致に際しては、成長戦略の一環として導入された「規制のサンドボックス制度」も補完的な役割を果たすことが期待される。

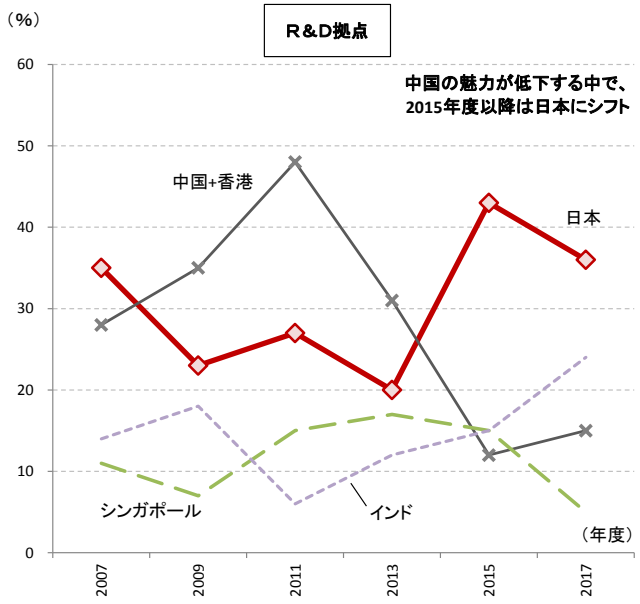
図表 36: 日本企業が海外で拡大を図る機能



注: 2015 年度-2018 年度調査の平均回答率から、2005 年度-2009 年度の平均回答率を引いたもの。ただし、「研究開発(新製品開発)」と「研究開発(現地市場向け仕様変更)」は 2005 年度-2009 年度の回答形式が異なるため、代わりに 2010 年度-2014 年度の平均値を利用している点に注意。

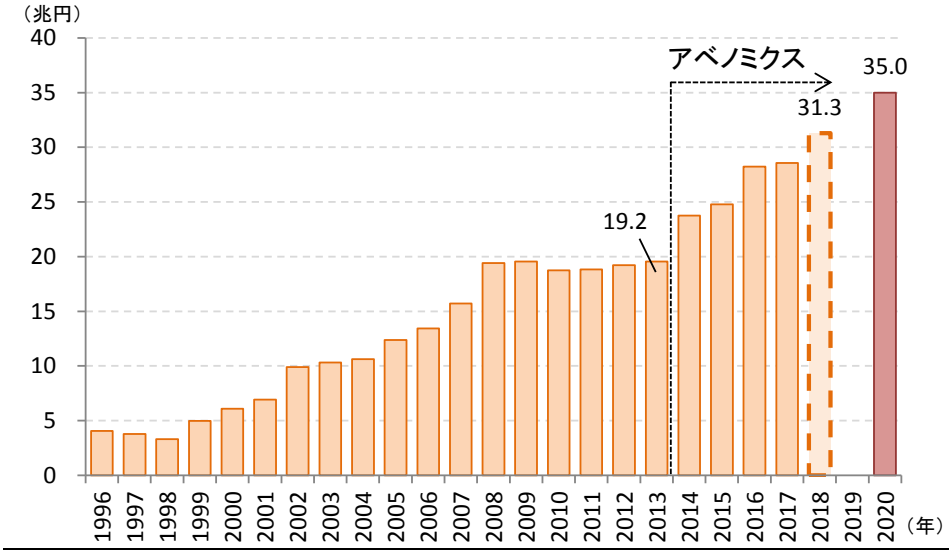
出所: JETRO 資料より野村作成

図表 37: 外国企業が日本に感じる魅力



出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 38: 対日直接投資の推移



注: 2018 年の計数は速報ベース。2020 年の計数は成長戦略における KPI（目標値）。
出所: 首相官邸、財務省、日本銀行資料より野村作成

13. 消費増税を「耐えきる」販売戦略とは？

消費増税は「全治 3 年」？

日本における消費増税の経済的インパクトは、評価が難しい。日本では 1989 年 4 月の導入を含めて、これまで三回の税率引き上げが行われてきたが、税率が全国一律で引き上げられることもあり、消費増税の純粋な(＝海外景気や金融市場など、消費増税以外の要因を除いた、という意味)効果を計測するのは容易ではない。一つの簡便法として、個人消費の実績値とトレンドの乖離度合いを見たのが図表 39 である。これによると、個人消費は増税後にトレンドを下回り、トレンドに復帰するのは増税から約 3 年後のことである。ここでは直近 14 年 4 月の消費増税(5%→8%)だけを示しているが、同様の結果が 1997 年の増税時(3%→5%)からも得られる[5]。あくまで簡便法であるが、消費増税はマクロの個人消費を 3 年程度下押しするとみてもよさそうだ。

消費増税を「耐えきる」販売戦略とは？

しかし、以上はマクロの個人消費に関するものであり、いわば消費増税の「平均的な」影響にすぎない。ミクロの視点をもって個別の品目に着目すれば、増税後の回復が早い品目や、逆に下押しが長引いた品目を区別することができる。そして、前回 14 年 4 月の消費増税の経験に学ぶことで、それぞれの品目について消費増税後の最適な販売戦略、すなわち消費増税を「耐えきる」販売戦略が見えてくるだろう。

以上の考えのもと、「家計調査」「消費者物価指数」をもとに品目別に消費増税後の需要動向を確認した(図表 40)。横軸は購入された品目の購入単価変化率であり、消費者が高価格品を厳選するようになったのか、それとも低価格品を

[5] ただし、消費税が導入された 1989 年 4 月について同様の分析を行うと、個人消費はほとんどトレンドを下回ることがない。当時はバブル経済の終盤にあり景気の基調がまだ強かったことに加え、物品税の廃止が同時期に行われたことが関係していると考えられる。

購入するようになったのかを示している。縦軸は品目の購入頻度の変化率を表しており、その品目の数量面での変化を示している。

家電：安物買いよりも「買う理由」がある高価格品にシフト

まず目に付くのは、「家電」であろう。代表的な耐久消費財である家電は、購入頻度が大きく低下しながらも、購入単価はむしろ大きく上昇している。駆け込み需要で価格の低さに惹かれた消費者の需要が飽和すると、新機能の追求など高品質・高価格の商品を求める消費者の存在感が増すということであろう。駆け込み需要後の数量面での需要減にあっては、下手な安売りよりも、消費者に「買う理由」を与えるような品質の高い製品を供給していく方が良いことが示唆されよう。

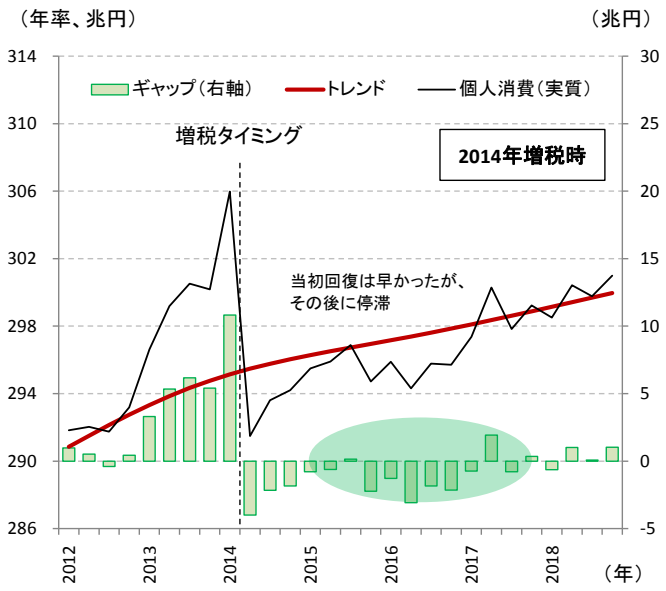
調味料：高価格品シフトと購入頻度増加が両立

次に注目したいのが、高価格品へのシフトと同時に購入頻度も上昇している品目である。これは、その品目への需要が消費増税の逆風下でも拡大したことを意味しており、消費者の嗜好の変化を反映していると考えられる品目群である。具体的には、「調味料」「飲料」「穀物」が挙げられる。中でも明確に購入単価が上昇した「調味料」に注目すると、60 代・70 代での購入単価上昇・頻度増加が目立つ。高齢層における健康志向の継続・加速が、調味料における高価格品へのシフトを生んだ可能性があろう。消費増税による所得下押し効果の中でも、消費者の嗜好の変化が追い風となった好例と言えるだろう。

政策的対応、消費増税の経験、企業の戦略

消費増税に伴う駆け込み需要・反動減については、既に政府から様々な対策が打ち出されている。そうした政策的対応の重要性は論じるまでもないが、一方で、企業としても政策に振り回されるだけでなく、変化する需要環境に合わせた機動的な対応が必要だろう。消費増税に伴う経済の攪乱を完全に相殺することは困難だとしても、前回 2014 年の増税に学ぶ企業ほど、2019 年 10 月に予定された消費増税に上手く対応できるのではないだろうか。

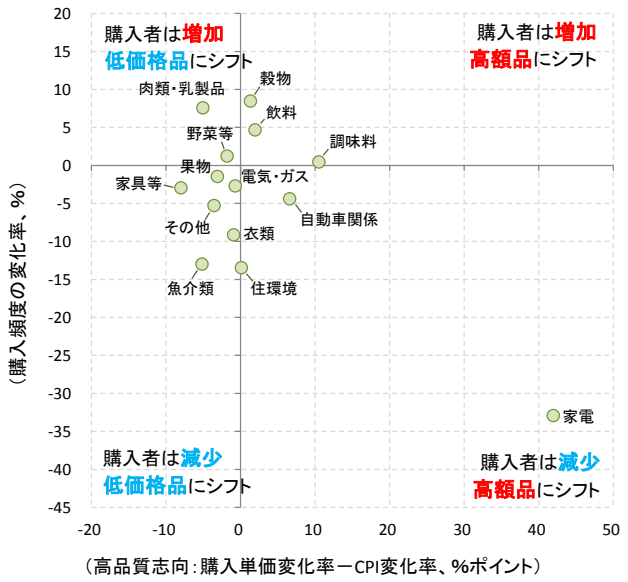
図表 39: 2014 年 4 月の消費増税：ギャップ解消には 12 四半期程度が必要



注: HP フィルターでトレンド成分を抽出。トレンド抽出期間は 1980 年 1-3 月期から 2018 年 10-12 月期。ペナルティパラメータにはλ＝1600 を採用。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 40: 消費者の価格志向と購入頻度の関係



注：家計調査より、2012 年と 2018 年のデータを取得。いずれも後方 3 年移動平均値を採用。分析対象として扱ったデータは、家計調査の中で単価が取得できる約 200 品目。品目をまとめあげる際の分類は野村で独自に設定。購入単価変化率・CPI 変化率は全てフィッシャー方式で計算した。

出所: 総務省資料より野村作成

14. 機械学習を用いた増税時の消費行動分析

クラスタ分析を用いた消費増税前後の変動パターンの分類

消費増税前後における人々の消費行動を把握するために、本章では総務省家計調査が捕捉する品目別の消費データに着目し、過去の増税前後での消費の変動パターンの検証を行った。始めに、消費増税前後の時期を、以下の通り(ここでは 2014 年 4 月の消費税増税時のケースを示した)、「駆け込み期①」、「駆け込み期②」、「反動減期」、「回復期」に分類し、家計調査における 58 品目(食品・エネルギー等を除く[6])の、以下によって定義される各期における品目別購入数量の変化率(季節調整済み)を算出する。

- **駆け込み期①**：「2013 年 Q2 と Q3 の平均値」vs「2013 年 Q4」
- **駆け込み期②**：「2013 年 Q2 と Q3 の平均値」vs「2014 年 Q1」
- **反動減期**：「2014 年 Q1」 vs「2014 年 Q2」
- **回復期**：「2013 年 Q2 と Q3 の平均値」vs「2014 年 Q3」

更に、品目ごとに数量の変化率のボラティリティが異なる点を踏まえて、標準化の処理を行った上で[7]、「駆け込み期②」、「反動減期」、「回復期」の各期

[6] 本稿では、2000 年以降は二人以上の世帯、それ以前は、二人以上の世帯(農林漁家世帯を除く)のデータを使用。本稿では、食品、民営家賃、公営家賃、給与住宅家賃、電気代、深夜電力電気代、他の電気代、プロパンガス、灯油、ガソリンを除いた品目を分析の対象とした。

[7] 本稿ではクラスタ分析を用いて品目ごとに変化率のパターンを分類するが、仮に 3 時点の数量の変化率の組の形状が類似していても、その振幅（変化率）の大きさが異なる場合は、クラスタ分析上、異なるクラスタに分類されてしまう可能性がある。そのため、本分析では、品

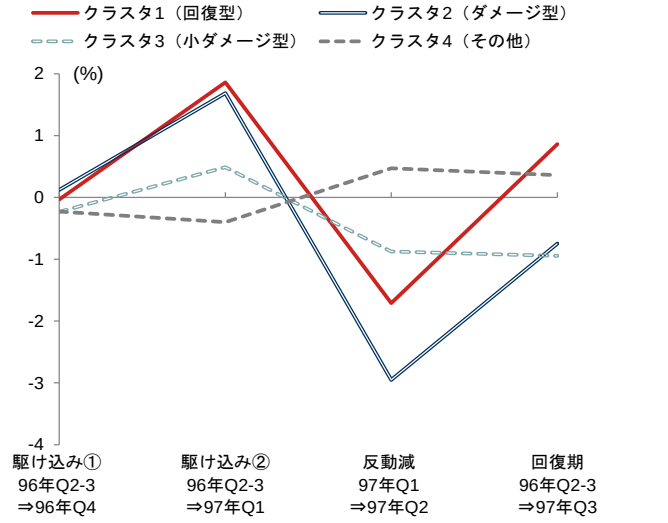
伸び率の 3 次元データに対して[8]、クラスタ分析を行い、以下では、過去の消費増税時における品目別のパターン分類について考察する。

増税前後の消費の変動パターン(1997 年消費増税時のケース)

1997 年 4 月に消費税率が 3%から 5%へ引き上げられた前後での、消費の変動パターンに関して、前述した 58 品目(食品・エネルギー等を除く)を 4 つのクラスタへ分類し、各クラスタに含まれる品目の「駆け込み期①」、「駆け込み期②」、「反動減期」、「回復期」の数量変化[9]の平均値を図表 41 にプロットした。クラスタ 1 は「駆け込み・反動減は大きいが、回復も早い品目(回復型)」、クラスタ 2 は「駆け込み・反動減は大きいが、回復は遅い品目(ダメージ型)」、クラスタ 3 は「駆け込み・反動減は小規模だが、回復が遅い品目(小ダメージ型)」と解釈できよう。なおクラスタ 4 については、図表 42 のシルエット図が示す通り、各品目のクラスタへの適応度を測るシルエット係数が、全体の平均(縦の点線)からかい離した品目が多いことから、大まかに「その他の変動パターンを持つ品目」と解釈できる。

図表 41: 各クラスタの平均消費伸び率

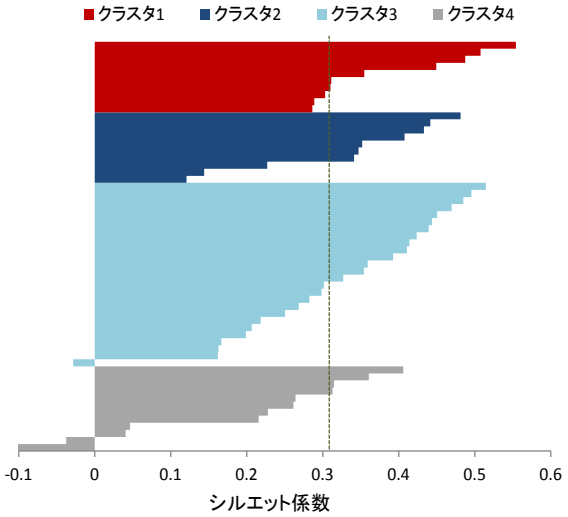
1997 年 4 月消費増税前後での消費の変動パターン基づく



出所: 総務省統計より野村作成

図表 42: 各クラスタのシルエット図

各クラスタに含まれる品目の適合度



出所: 総務省統計より野村作成

図表 43 に各クラスタの具体的な品目内訳を示した。駆け込み需要が見られたクラスタ 1～3 においては、いずれも家電や衣類などを中心とした消費財が含まれていることが分かる。中でも、クラスタ 1(回復型)に含まれる家電は、増税後の反動減からの回復も早かった。一方で、多くの衣類やそれ以外のクラスタに含まれる家電等は、反動減からの回復が遅かった。そもそも駆け込み需要とは、使用期間の長い耐久消費財を税率が上がる前に駆け込みで購入するという節約志向を反映したものであることから、一度駆け込み消費が生じると、不要不急のものであれば、その後は消費の落ち込みが継続しやすくなってしまう。

目別の変動性の違いを調整する為に、上記の変化率を増税実施以外の年においても計算し、それらの標準偏差で分析期間中の各変化率を割るという前処理(標準化)を行っている。

[8] 分析対象期間における消費のトレンドの影響を軽減する為に、クラスタ分析においては「駆け込み期①」の変化率は使用していない。

[9] 各期の数量の変化率の定義は本ページ 1 パラグラフを参照。図表 41 及び図表 44 では標準化（ボラティリティ調整）後の各品目の変化率の平均値を掲載。

図表 43: 各クラスタに含まれる品目リスト

1997 年 4 月消費増税前後での消費の変動パターン基づく

クラスタ1 （回復型）	クラスタ2 （ダメージ型）	クラスタ3 （小ダメージ型）	クラスタ4 （その他）
電子レンジ	電気洗濯機	電気掃除機	婦人用着物
炊事用電気器具	布団	エアコンディショナ	婦人用帯
電気冷蔵庫	茶わん・皿・鉢	ストーブ・温風ヒーター	男子用学校制服
たんす	鍋・やかん	食器戸棚	女子用学校制服
乳児服	背広服	ベッド	ワイシャツ
婦人用セーター	子供服	敷布	男子用セーター
ネクタイ	子供用シャツ	男子用上着	他の婦人用シャツ
男子用靴下	子供用靴下	男子用ズボン	子供用セーター
婦人用ソックス	テレビ	男子用コート	手袋
婦人靴	旅行用かばん	婦人服	男子靴
		スカート	カット代
		婦人用スラックス	傘
		婦人用コート	
		他の男子用シャツ	
		ブラウス	
		帽子	
		婦人用ストッキング	
		運動靴	
		サンダル	
		子供靴	
		自動車購入	
		ビデオカメラ	
		理髪料	
		パーマネント代	
		ハンドバッグ	
		通学用かばん	

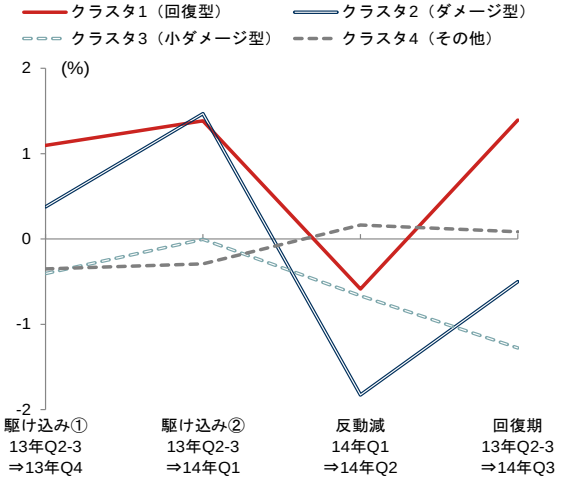
出所: 総務省統計より野村作成

増税前後の消費の変動パターン(2014 年消費増税時のケース)

更に 2014 年 4 月の消費増税前後においても、家計調査における 58 品目(食品・エネルギー等を除く)の数量ベースの消費の変化率を 4 つのクラスタに分類した。変化率の定義及び、用いた分析手法は、前頁と同様である。分析の結果は以下に掲載した。各クラスタにおける駆け込み需要と反動減の強弱は異なるものの、1997 年の増税時と概ね似たパターンのクラスタ構成となっている。

図表 44: 各クラスタの平均消費伸び率

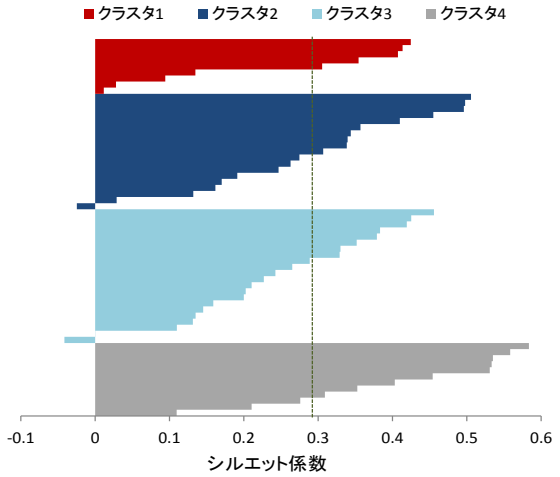
2014 年 4 月消費増税前後での消費の変動パターン基づく



出所: 総務省統計より野村作成

図表 45: 各クラスタのシルエット図

各クラスタに含まれる品目の適合度



出所: 総務省統計より野村作成

各クラスタの品目の内訳は図表 46 の通りである。1997 年の増税時と同様に、家電や衣類等において駆け込み需要と反動減が目立つ。ただし、2014 年の増税では、その後多くの家電等で消費の落ち込みが目立っている。またクラスタ 3(小ダメージ型)に多く含まれる衣類関連の品目については、増税から時間が経過した後に、消費の弱さが増してきていた。これらの点を踏まえると、増税に伴う実質賃金低下のしわ寄せは衣類等に表れていた様子が窺えよう。

図表 46: 各クラスタに含まれる品目リスト

2014 年 4 月消費増税前後での消費の変動パターン基づく

クラスタ1 （回復型）	クラスタ2 （ダメージ型）	クラスタ3 （小ダメージ型）	クラスタ4 （その他）
たんす	電子レンジ	ストーブ・温風ヒーター	茶わん・皿・鉢
婦人用帯	炊事用電気器具	食器戸棚	婦人用着物
スカート	電気冷蔵庫	布団	男子用セーター
女子用学校制服	電気掃除機	敷布	婦人用セーター
乳児服	電気洗濯機	男子用上着	子供用セーター
子供用シャツ	エアコンディショナ	男子用ズボン	帽子
子供用靴下	ベッド	男子用コート	テレビ
自動車購入	鍋・やかん	婦人服	ビデオレコーダー・プレイヤー
傘	背広服	婦人用上着	テレビゲーム機
	男子用学校制服	婦人用スラックス	カット代
	婦人用コート	ワイシャツ	通学用かばん
	子供服	他の男子用シャツ	旅行用かばん
	ネクタイ	ブラウス	
	男子用靴下	他の婦人用シャツ	
	運動靴	手袋	
	男子靴	婦人用ストッキング	
	婦人靴	婦人用ソックス	
	子供靴	サンダル	
	ハンドバッグ	携帯型音楽・映像用機器	
		ビデオカメラ	
		理髪料	
		パーマネント代	

出所: 総務省統計より野村作成

15. 日本経済見通し

図表 47: 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				21年
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	299599.0	300302.1	300044.5	301309.6	303320.4	299778.2	301016.7	302711.8	301561.4	302304.5	302643.4
（前期比）	-0.3	0.2	-0.1	0.4	0.7	-1.2	0.4	0.6	-0.4	0.2	0.1
（前年同期比）	0.6	0.4	0.4	0.3	1.2	-0.2	0.3	0.5	-0.6	0.8	0.5
民間住宅投資	15245.6	15465.4	15635.2	15550.3	15332.1	15006.3	14759.9	14678.9	14683.1	14760.7	14796.7
（前期比）	0.8	1.4	1.1	-0.5	-1.4	-2.1	-1.6	-0.5	0.0	0.5	0.2
（前年同期比）	-6.5	-2.2	1.2	2.9	0.6	-3.0	-5.6	-5.6	-4.2	-1.6	0.2
民間企業設備投資	85614.0	87746.8	87483.4	88105.1	88058.7	88598.3	89253.9	89886.9	90408.9	90878.4	91350.4
（前期比）	-2.5	2.5	-0.3	0.7	-0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
（前年同期比）	1.1	4.0	1.6	0.3	2.9	1.0	2.0	2.0	2.7	2.6	2.3
民間在庫投資	1490.9	1822.0	2539.8	3039.8	2039.8	2539.8	2539.8	2539.8	2539.8	2539.8	2539.8
＜前期比寄与度＞	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	107088.9	107789.6	107612.1	107719.7	107827.4	107719.6	107827.3	107935.2	108043.1	108151.1	108259.3
（前期比）	0.2	0.7	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
（前年同期比）	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本投資	24988.7	24629.3	25001.6	25138.5	25767.6	25623.4	25532.5	26101.9	26393.3	26307.2	25907.4
（前期比）	-1.9	-1.4	1.5	0.5	2.5	-0.6	-0.4	2.2	1.1	-0.3	-1.5
（前年同期比）	-3.7	-5.7	-2.4	-1.3	3.1	4.0	2.1	3.8	2.4	2.7	1.5
公的在庫投資	18.8	36.3	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4	69.4
＜前期比寄与度＞	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-1803.7	-3549.2	-1360.7	-4106.4	-5289.0	-4718.7	-4877.0	-5127.6	-5016.2	-5203.1	-5271.8
＜前期比寄与度＞	-0.2	-0.3	0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	92171.0	93267.0	90987.1	92414.8	91712.4	92179.5	92795.4	93461.1	93981.4	94432.4	94885.6
（前期比）	-2.0	1.2	-2.4	1.6	-0.8	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
（前年同期比）	1.6	1.0	-2.7	-1.8	-0.5	-1.2	2.0	1.1	2.5	2.4	2.3
輸入	93974.7	96816.2	92347.8	96521.2	97001.3	96898.1	97672.4	98588.7	98997.6	99635.5	100157.4
（前期比）	-1.0	3.0	-4.6	4.5	0.5	-0.1	0.8	0.9	0.4	0.6	0.5
（前年同期比）	2.9	4.1	-1.9	1.6	3.2	0.1	5.8	2.1	2.1	2.8	2.5
実質国内総生産(GDP)	532760.9	534837.7	537613.0	537380.0	537625.0	535080.0	536539.8	539171.8	539020.8	540112.2	540568.4
（前期比）	-0.6	0.4	0.5	0.0	0.0	-0.5	0.3	0.5	0.0	0.2	0.1
（前期比年率）	-2.5	1.6	2.1	-0.2	0.2	-1.9	1.1	2.0	-0.1	0.8	0.3
（前年同期比）	0.1	0.2	0.8	0.2	0.9	0.0	-0.2	0.3	0.3	0.9	0.8
GDPデフレーター	102.7	102.7	103.0	103.0	102.8	103.2	103.4	103.5	103.6	103.7	103.8
（前年同期比）	-0.4	-0.3	0.2	0.3	0.1	0.5	0.4	0.5	0.8	0.5	0.4
鉱工業生産 (2015年=100)	103.6	105.0	102.4	103.7	103.8	102.4	103.0	103.8	103.0	103.7	104.1
（前期比）	-0.7	1.4	-2.5	1.3	0.1	-1.4	0.6	0.8	-0.8	0.6	0.4
（前年同期比）	0.1	1.3	-1.7	-0.6	0.2	-2.5	0.7	0.1	-0.7	1.3	1.1
完全失業率	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	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. 2019 年 1-3 月期までは実績、それ以降は野村予測。4. 四半期の額、指数は、季節調整値。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 48: 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	19年度（予）	20年度（予）	16暦年	17暦年	18暦年	19暦年（予）	20暦年（予）
民間最終消費支出	295776.9	298897.2	300048.7	301299.1	302253.1	295360.4	298712.4	299758.3	301056.8	301847.6
（前年比 %）	0.0	1.1	0.4	0.4	0.3	−0.1	1.1	0.4	0.4	0.3
民間住宅投資	16159.1	16038.5	15367.3	15158.2	14729.2	15931.7	16264.6	15322.7	15373.8	14720.1
（前年比 %）	6.3	−0.7	−4.2	−1.4	−2.8	5.9	2.1	−5.8	0.3	−4.3
民間企業設備投資	80751.0	84423.1	87124.1	88489.7	90620.3	80383.8	83483.2	86735.4	87990.5	90029.2
（前年比 %）	−0.5	4.5	3.2	1.6	2.4	−1.5	3.9	3.9	1.4	2.3
民間在庫投資	295.7	821.5	1673.1	2579.1	2579.1	568.9	359.6	1218.4	2579.1	2579.1
(前年比寄与度 %ポイント)	−0.2	0.1	0.2	0.2	0.0	−0.1	0.0	0.2	0.3	0.0
政府最終消費支出	105951.9	106419.9	107299.8	107736.2	108060.5	106018.7	106296.1	107082.4	107681.8	107951.2
（前年比 %）	0.7	0.4	0.8	0.4	0.3	1.4	0.3	0.7	0.6	0.3
公的固定資本投資	25840.4	25962.8	24982.7	25523.0	26163.6	25826.9	26003.8	25153.8	25374.0	26058.4
（前年比 %）	0.6	0.5	−3.8	2.2	2.5	−0.3	0.7	−3.3	0.9	2.7
公的在庫投資	−46.6	98.3	32.3	68.7	68.7	−5.8	77.8	27.1	68.7	68.7
(前年比寄与度 %ポイント)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	−3209.3	−1295.5	−1934.5	−4769.4	−5177.9	−4306.7	−1616.8	−1737.7	−3883.9	−5078.4
(前年比寄与度 %ポイント)	0.8	0.4	−0.1	−0.5	−0.1	0.6	0.6	0.0	−0.4	−0.2
輸出	85891.5	91417.5	92621.6	92275.7	94195.6	84491.5	90251.3	93266.5	91820.4	93669.3
（前年比 %）	3.6	6.4	1.3	−0.4	2.1	1.7	6.8	3.3	−1.6	2.0
輸入	89100.8	92713.0	94556.1	97045.1	99373.6	88798.2	91868.2	95004.2	95704.3	98747.8
（前年比 %）	−0.9	4.1	2.0	2.6	2.4	−1.6	3.5	3.4	0.7	3.2
実質国内総生産	521985.5	531818.2	535186.0	536481.2	539566.5	520081.1	530084.3	534143.1	536751.9	538550.1
（前年比 %）	0.9	1.9	0.6	0.2	0.6	0.6	1.9	0.8	0.5	0.3
GDPデフレーター	102.8	102.9	102.8	103.1	103.7	103.1	102.8	102.7	103.0	103.6
（前年比 %）	−0.2	0.1	−0.2	0.3	0.5	0.3	−0.2	−0.1	0.3	0.5
鉱工業生産 (2015年=100)	100.6	103.5	103.8	103.2	103.7	100.0	103.1	104.2	103.0	103.4
（前年比 %）	0.8	2.9	0.3	−0.6	0.5	0.0	3.1	1.1	−1.1	0.3
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。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 49: 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				21年
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	305222.8	306241.8	305493.5	306963.9	309088.3	306261.9	308155.9	309770.5	308752.4	309728.8	310529.8
（前期比）	0.2	0.3	-0.2	0.5	0.7	-0.9	0.6	0.5	-0.3	0.3	0.3
（前年同期比）	1.2	0.9	0.4	0.8	1.3	0.0	0.9	0.9	-0.1	1.1	0.8
民間住宅投資	16589.5	16906.5	17136.7	17034.4	16743.4	16445.8	16149.0	15995.0	15946.8	15975.8	15973.4
（前期比）	1.0	1.9	1.4	-0.6	-1.7	-1.8	-1.8	-1.0	-0.3	0.2	0.0
（前年同期比）	-5.2	-0.7	2.6	3.7	0.9	-2.7	-5.8	-6.1	-4.8	-2.9	-1.1
民間企業設備投資	88144.3	90615.1	89696.5	90502.0	90283.2	90943.8	91253.4	91919.3	92274.1	92516.3	92704.8
（前期比）	-2.3	2.8	-1.0	0.9	-0.2	0.7	0.3	0.7	0.4	0.3	0.2
（前年同期比）	2.1	4.8	2.4	0.3	2.4	0.4	1.7	1.6	2.2	1.7	1.6
民間在庫投資	1404.2	1916.3	2531.7	3145.9	2111.0	2628.5	2628.5	2628.5	2628.5	2628.5	2628.5
＜前期比寄与度＞	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	108382.6	108850.2	109021.0	109631.1	110199.1	110693.8	111355.8	111750.5	112247.7	112767.6	113376.4
（前期比）	0.3	0.4	0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
（前年同期比）	0.8	1.3	0.9	1.4	1.7	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8
公的固定資本投資	26934.6	26663.2	27171.3	27264.3	27873.5	28005.7	27960.8	28522.9	28845.8	28703.9	28275.4
（前期比）	-1.6	-1.0	1.9	0.3	2.2	0.5	-0.2	2.0	1.1	-0.5	-1.5
（前年同期比）	-2.2	-4.0	-0.7	-0.4	3.5	5.0	2.9	4.6	3.5	2.5	1.1
公的在庫投資	14.4	19.9	28.3	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3	69.3
＜前期比寄与度＞	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	254.9	-1736.5	2921.5	-1199.8	-3543.9	-2874.0	-2626.1	-2660.2	-2334.6	-2317.6	-2267.6
（前期比寄与度）	-0.5	-0.4	0.8	-0.7	-0.4	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
輸出	100755.4	101199.4	97649.4	99580.2	99526.0	101114.8	100548.5	101210.4	101715.1	102141.9	102603.9
（前期比）	-1.3	0.4	-3.5	2.0	-0.1	1.6	-0.6	0.7	0.5	0.4	0.5
（前年同期比）	3.6	1.3	-3.6	-2.5	-1.2	-0.1	3.0	1.6	2.2	1.0	2.0
輸入	100500.5	102935.8	94727.8	100780.1	103069.9	103988.8	103174.7	103870.6	104049.8	104459.5	104871.4
（前期比）	1.3	2.4	-8.0	6.4	2.3	0.9	-0.8	0.7	0.2	0.4	0.4
（前年同期比）	11.1	9.1	-2.2	1.6	2.6	1.0	8.9	3.1	1.0	0.5	1.6
名目国内総生産	546947.5	549476.6	554000.6	553411.0	552824.0	552174.7	554946.5	557995.7	558429.8	560072.5	561290.0
（前期比）	-0.6	0.5	0.8	-0.1	-0.1	-0.1	0.5	0.5	0.1	0.3	0.2
（前期比年率）	-2.5	1.9	3.3	-0.4	-0.4	-0.5	2.0	2.2	0.3	1.2	0.9
（前年同期比）	-0.4	-0.1	0.9	0.6	1.1	0.5	0.2	0.8	1.0	1.4	1.2
国内企業物価（2015年=100）	101.9	102.0	101.2	101.1	100.6	101.0	100.6	100.0	99.4	98.8	98.3
（前期比）	0.9	0.1	-0.8	-0.1	-0.5	0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5
（前年同期比）	3.1	2.3	0.9	0.1	-1.3	-1.0	-0.6	-1.1	-1.1	-2.2	-2.3
消費者物価指数(総合)(2015年=100)	101.5	101.5	101.7	101.8	101.8	102.3	102.5	102.5	102.5	102.6	102.8
（前期比）	0.5	0.0	0.2	0.1	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2
（前年同期比）	1.1	0.9	0.3	0.9	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3
消費者物価指数(除く生鮮食品)	101.2	101.4	101.6	101.5	101.6	102.1	102.4	102.2	102.3	102.4	102.6
(2015年=100) （前期比）	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	0.5	0.3	-0.2	0.1	0.1	0.2
（前年同期比）	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5	0.7	0.8	0.6	0.7	0.3	0.2
同（消費増税、教育無償化の影響除く）	101.2	101.4	101.6	101.5	101.6	101.8	102.0	101.9	102.0	102.1	102.4
(2015年=100) （前期比）	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2
（前年同期比）	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

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. 2019 年 1-3 月期までは実績、それ以降は野村予測。 4. 四半期の額、指数は季節調整値（国内企業物価指数は除く）。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 50: 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	19年度（予）	20年度（予）	16暦年	17暦年	18暦年	19暦年（予）	20暦年（予）
民間最終消費支出	299113.0	303230.5	305397.3	307627.9	309714.4	298643.7	302491.6	305060.8	306967.2	309125.3
（前年比 %）	−0.4	1.4	0.7	0.7	0.7	−0.7	1.3	0.8	0.6	0.7
民間住宅投資	17036.8	17221.0	16767.1	16588.3	15971.1	16753.2	17394.9	16661.6	16831.0	16014.3
（前年比 %）	6.0	1.1	−2.6	−1.1	−3.7	5.2	3.8	−4.2	1.0	−4.9
民間企業設備投資	81749.8	86142.4	89648.1	90741.8	92345.5	81376.6	85026.1	89061.3	90301.5	91935.1
（前年比 %）	−1.2	5.4	4.1	1.2	1.8	−2.4	4.5	4.7	1.4	1.8
民間在庫投資	190.6	738.3	1694.5	2659.2	2659.2	494.2	305.9	1197.0	2635.0	2659.2
(前年比寄与度 %ポイント)	−0.2	0.1	0.2	0.2	0.0	−0.1	0.0	0.2	0.3	0.0
政府最終消費支出	106405.6	107564.9	108578.9	110459.8	112527.3	106575.1	107234.8	108359.6	109903.5	112045.9
（前年比 %）	0.4	1.1	0.9	1.7	1.9	1.2	0.6	1.0	1.4	1.9
公的固定資本投資	26964.5	27579.2	27006.1	27798.6	28569.5	26851.5	27506.9	27062.9	27577.8	28481.5
（前年比 %）	0.4	2.3	−2.1	2.9	2.8	−1.1	2.4	−1.6	1.9	3.3
公的在庫投資	−32.4	85.2	19.2	55.5	55.5	−15.0	66.6	27.9	55.5	55.5
(前年比寄与度 %ポイント)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	5380.1	4934.2	987.5	−2642.6	−2465.2	5307.1	5076.9	1380.4	−1250.1	−2554.7
(前年比寄与度 %ポイント)	1.1	−0.1	−0.7	−0.7	0.0	1.4	0.0	−0.7	−0.5	−0.2
輸出	88932.1	98275.8	100367.8	100149.6	101867.9	87112.6	96905.4	101286.6	99423.0	101352.8
（前年比 %）	−3.1	10.5	2.1	−0.2	1.7	−6.9	11.2	4.5	−1.8	1.9
輸入	83552.0	93341.7	99380.3	102792.2	104333.1	81805.5	91828.5	99906.2	100673.1	103907.4
（前年比 %）	−9.3	11.7	6.5	3.4	1.5	−14.6	12.3	8.8	0.8	3.2
名目国内総生産	536807.9	547495.7	550098.8	553288.5	559377.3	535986.4	545103.7	548811.5	553021.5	557762.1
（前年比 %）	0.7	2.0	0.5	0.6	1.1	0.9	1.7	0.7	0.8	0.9
国内企業物価（2015年=100）	96.7	99.3	101.5	100.8	99.2	96.5	98.7	101.3	101.0	99.7
（前年比 %）	−2.4	2.7	2.2	−0.7	−1.7	−3.5	2.3	2.6	−0.3	−1.2
消費者物価指数(総合)(2015年=100)	100.0	100.7	101.4	102.1	102.6	99.9	100.4	101.3	101.9	102.5
（前年比 %）	−0.1	0.7	0.7	0.7	0.5	−0.1	0.5	1.0	0.5	0.6
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)	99.7	100.4	101.2	101.9	102.4	99.7	100.2	101.0	101.7	102.3
(2015年=100)　（前年比 %）	−0.2	0.7	0.8	0.6	0.5	−0.3	0.5	0.9	0.7	0.6
同（消費増税、教育無償化の影響除く）	99.7	100.4	101.2	101.7	102.1	99.7	100.2	101.0	101.6	102.0
(2015年=100)　（前年比 %）	−0.2	0.7	0.8	0.5	0.4	−0.3	0.5	0.9	0.6	0.4

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

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 51: 国際収支

（単位：億円）

	2018年 4-6月	7-9月	10-12月	2019年 1-3月	4-6月（予）	7-9月（予）	10-12月（予）	2020年 1-3月（予）	4-6月（予）	7-9月（予）	10-12月（予）	1-3月（予）
[原系列]												
経常収支	49,931	56,944	26,018	61,251	35,945	45,558	20,881	49,853	33,357	48,495	20,937	50,741
貿易・サービス収支	4,739	−1,113	−9,488	6,551	−4,353	−9,211	−17,245	−2,757	−7,785	−6,274	−15,873	−1,870
貿易収支	10,700	545	−6,423	2,245	−1,158	−6,972	−12,776	−5,635	−3,940	−4,589	−11,660	−4,918
輸出	199,257	200,936	211,152	191,826	193,652	195,416	207,696	199,190	196,845	199,708	209,803	203,265
（前年比）	(9.0%)	(4.2%)	(2.4%)	(−4.6%)	(−2.8%)	(−2.7%)	(−1.6%)	(3.8%)	(1.6%)	(2.2%)	(1.0%)	(2.0%)
輸入	188,557	200,391	217,575	189,581	194,811	202,388	220,472	204,824	200,785	204,297	221,463	208,183
（前年比）	(8.8%)	(14.3%)	(11.7%)	(−2.2%)	(3.3%)	(1.0%)	(1.3%)	(8.0%)	(3.1%)	(0.9%)	(0.4%)	(1.6%)
サービス収支	−5,961	−1,658	−3,066	4,306	−3,195	−2,240	−4,469	2,877	−3,845	−1,685	−4,214	3,048
第一次所得収支	49,545	63,565	39,242	58,301	44,545	60,006	42,360	58,952	45,389	60,006	41,045	58,952
第二次所得収支	−4,353	−5,508	−3,736	−3,601	−4,247	−5,236	−4,234	−6,341	−4,247	−5,236	−4,234	−6,341
資本移転等収支	−635	−217	−298	−440	−398	−338	−368	−386	−373	−366	−373	−375
金融収支	52,261	44,864	27,016	90,833	35,547	45,220	20,513	49,467	32,984	48,129	20,564	50,366
（うち外貨準備）	8,525	12,509	−2,262	14,689	7,275	6,953	7,935	7,946	7,864	7,200	8,552	7,675
誤差脱漏	2,965	−11,863	1,296	30,022	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	54,393	46,668	42,989	48,909	40,059	35,171	38,124	37,415	37,331	38,127	38,169	38,291
貿易・サービス収支	4,597	−2,366	−1,453	1,073	−4,844	−10,576	−8,938	−8,332	−8,415	−7,619	−7,578	−7,455
貿易収支	8,559	−696	−913	1,477	−3,648	−8,324	−6,995	−6,498	−6,569	−5,922	−5,890	−5,792
輸出	203,810	203,589	204,502	192,629	198,077	197,996	201,155	200,023	201,343	202,345	203,195	204,116
（前期比）	(1.4%)	(−0.1%)	(0.4%)	(−5.8%)	(2.8%)	(−0.0%)	(1.6%)	(−0.6%)	(0.7%)	(0.5%)	(0.4%)	(0.5%)
輸入	195,250	204,285	205,415	191,152	201,726	206,320	208,150	206,522	207,912	208,267	209,085	209,908
（前期比）	(1.2%)	(4.6%)	(0.6%)	(−6.9%)	(5.5%)	(2.3%)	(0.9%)	(−0.8%)	(0.7%)	(0.2%)	(0.4%)	(0.4%)
サービス収支	−3,962	−1,670	−540	−405	−1,196	−2,252	−1,943	−1,834	−1,846	−1,697	−1,688	−1,663
第一次所得収支	54,925	54,328	48,966	50,118	49,925	50,769	52,084	50,769	50,769	50,769	50,769	50,769
第二次所得収支	−5,128	−5,294	−4,524	−2,282	−5,022	−5,022	−5,022	−5,022	−5,022	−5,022	−5,022	−5,022

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度（予）	2020年度（予）	2015暦年	2016暦年	2017暦年	2018暦年	2019暦年（予）	2020暦年（予）
経常収支	182,957	216,686	221,748	194,144	152237	153530	165,194	213,910	226,067	192,222	152,237	152,642
（ドル建て：億ドル）	1,530	2,003	2,005	1,755	1359	1371	1,365	1,970	2,017	1,748	1,359	1,357
（対名目GDP比）	(3.4%)	(4.0%)	(4.1%)	(3.5%)	(2.8%)	(2.7%)	(3.1%)	(4.0%)	(4.1%)	(3.5%)	(2.8%)	(2.7%)
貿易・サービス収支	−10,142	44,083	40,829	689	−33,567	−31,802	−28,170	43,887	42,206	3,919	−33,567	−32,690
貿易収支	3,000	57,862	45,396	7,067	−26,541	−25,106	−8,861	55,175	49,113	11,981	−26,541	−25,823
輸出	731,761	708,026	782,829	803,171	795954	809621	752,741	690,927	772,535	812,387	795,954	805,546
（前年比）	(−3.3%)	(−3.2%)	(10.6%)	(2.6%)	(−0.9%)	(1.7%)	(1.6%)	(−8.2%)	(11.8%)	(5.2%)	(−2.0%)	(1.2%)
輸入	728,762	650,163	737,434	796,104	822494	834727	761,603	635,752	723,422	800,406	822,494	831,369
（前年比）	(−11.4%)	(−10.8%)	(13.4%)	(8.0%)	(3.3%)	(1.5%)	(−9.9%)	(−16.5%)	(13.8%)	(10.6%)	(2.8%)	(1.1%)
サービス収支	−13,140	−13,779	−4,567	−6,379	−7,026	−6,696	−19,307	−11,288	−6,907	−8,063	−7,026	−6,867
第一次所得収支	213,195	193,645	202,668	210,653	205,863	205,391	213,032	191,477	205,131	208,534	205,863	205,391
第二次所得収支	−20,096	−21,045	−21,748	−17,198	−20,059	−20,059	−19,668	−21,456	−21,270	−20,231	−20,059	−20,059
資本移転等収支	−7,008	−2,485	−3,105	−1,590	−1,490	−1,487	−2,713	−7,433	−2,800	−2,125	−1,490	−1,498
金融収支	242,832	249,879	206,805	214,974	150,747	152,043	218,763	286,059	186,401	200,049	150,747	151,144
（うち外貨準備）	6,076	5,702	22,710	33,461	30,109	31,290	6,251	−5,781	26,518	26,628	30,109	31,561
誤差脱漏	66,885	35,678	−11,838	22,420	0	0	56,284	79,582	−36,866	9,952	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. 2019 年 1-3 月期までは実績、それ以降は野村予測。 2. ドル建ての計数は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 52: 一般会計

（単位：兆円）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 補正後	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	101.4	103.6	103.1
［歳出］										
一般歳出	61.6	59.2	61.3	59.5	59.0	60.1	60.0	62.6	65.1	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	34.1	34.6
公共事業関係費	5.9	5.8	8.0	7.3	6.4	6.7	6.9	7.6	8.9	7.0
防衛関係費	4.8	4.8	4.8	5.1	5.1	5.1	5.3	5.6	5.6	5.6
地方交付税交付金	19.1	16.8	17.4	17.0	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	15.6
地方特例交付金	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
国債費	19.6	21.0	21.3	22.2	22.5	22.1	22.5	22.7	22.5	23.5
国債費比率（%）	19.5	21.6	21.3	22.5	22.9	22.6	23.0	22.4	21.7	22.8
［歳入］										
一般会計歳入	110.0	107.8	106.0	104.7	102.2	102.8	103.6	101.4	103.6	103.1
租税及印紙収入	42.8	43.9	47.0	54.0	56.3	55.5	58.8	59.9	61.7	62.3
所得税	13.5	14.0	15.5	16.8	17.8	17.6	18.9	19.5	19.6	19.8
法人税	9.4	9.8	10.5	11.0	10.8	10.3	12.0	12.3	12.4	12.5
消費税	10.2	10.4	10.8	16.0	17.4	17.2	17.5	17.8	19.4	19.5
その他税収等	9.8	9.8	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4	10.3	10.4	10.5
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	11.3	6.0	6.1	6.1
国債発行額	42.8	47.5	40.9	38.5	34.9	38.0	33.6	35.4	35.8	34.8
国債依存度（%）	38.9	44.0	38.5	36.8	34.2	37.0	32.4	34.9	34.5	33.7
対GDP比（%）	8.7	9.6	8.1	7.4	6.6	7.1	6.1	6.4	6.5	6.2
（名目GDP、兆円）	494.0	494.4	507.3	518.2	533.0	536.8	547.5	550.1	553.3	559.4
財政投融資計画	14.9	17.6	18.4	16.2	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	–
地方財政計画	82.5	81.9	81.9	83.4	85.3	85.8	86.6	86.9	89.6	–

注: 1. 一般会計は 2017 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. 財政投融資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 53: 部門別資金過不足

（単位：兆円）

年度	2011	12	13	14	15	16	17	18（予）	19（予）	20（予）
家計	18.9	10.6	−1.9	4.9	7.7	12.0	11.3	10.8	10.7	10.4
（GDP比　%）	(3.8)	(2.1)	(−0.4)	(1.0)	(1.5)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(1.9)
非金融法人企業	26.5	27.8	34.1	23.6	24.9	24.2	24.3	15.7	14.9	14.4
（GDP比　%）	(5.4)	(5.6)	(6.7)	(4.6)	(4.7)	(4.5)	(4.4)	(2.9)	(2.7)	(2.6)
一般政府	−44.2	−40.8	−36.4	−25.5	−17.8	−18.2	−15.0	−12.3	−12.7	−11.7
（GDP比　%）	(−8.9)	(−8.3)	(−7.2)	(−4.9)	(−3.3)	(−3.4)	(−2.7)	(−2.2)	(−2.3)	(−2.1)
海外	−8.4	−3.9	−1.8	−8.4	−17.6	−21.4	−22.5	−19.2	−15.0	−15.1
（GDP比　%）	(−1.7)	(−0.8)	(−0.4)	(−1.6)	(−3.3)	(−4.0)	(−4.1)	(−3.5)	(−2.7)	(−2.7)
金融機関	7.8	6.3	6.3	4.9	1.5	1.2	2.4	4.6	2.1	2.1
（GDP比　%）	(1.6)	(1.3)	(1.2)	(0.9)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.8)	(0.4)	(0.4)

注: 1. ーは資金不足を示す。 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 54: 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	10−12月	1−3月	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	2.9	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
実質マネーストック（M2）	3.8	3.9	2.7	3.2	3.3	2.7	2.2	1.9	2.0	1.5	1.4
マーシャルのk	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55	1.57	1.56	1.57	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

16. 世界経済見通し

図表 55: 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	**3.9**	3.4	3.5	**3.0**	2.6	2.7			
先進国	**2.2**	1.8	1.5	**2.0**	1.6	1.7	**1.03**		
新興国	**5.2**	4.6	5.0	**3.8**	3.4	3.4	**5.16**		
米州	**2.6**	2.4	1.9	**2.8**	2.3	2.5			
米国	**2.9**	2.6	1.7	**2.4**	2.0	2.3	**2.38**	2.38	2.38
カナダ	**1.8**	1.5	1.9	**2.3**	1.7	1.9	**1.75**		
ラテンアメリカ	**1.9**	2.3	2.5	**3.9**	3.5	3.5			
ブラジル	**1.1**	2.1	2.5	**3.8**	3.6	4.1	**6.50**		
チリ	**4.0**	3.4	3.2	**2.6**	2.3	3.0	**2.75**		
コロンビア	**2.7**	3.5	3.6	**3.2**	3.4	3.2	**4.25**		
メキシコ	**2.0**	1.6	1.9	**4.8**	3.8	3.1	**8.25**		
ペルー	**4.0**	3.9	4.0	**2.2**	2.4	2.0	**2.75**		
アジア・太平洋地域	**5.5**	5.1	5.2	**2.3**	2.2	2.5			
日本	**0.8**	0.5	0.3	**1.0**	0.5	0.6	**-0.10**	-0.10	-0.10
豪州	**2.8**	2.0	2.6	**1.9**	1.7	2.0	**1.50**	1.00	1.00
ニュージーランド(NZ)	**2.8**	2.3	2.7	**1.6**	1.6	1.9	**1.75**	1.50	1.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	**6.2**	5.7	5.8	**2.5**	2.4	2.7			
中国	**6.6**	6.1	6.0	**2.1**	2.5	2.3	**2.55**	2.55	2.55
香港	**3.0**	2.7	3.0	**2.4**	2.4	2.5			
インド	**7.4**	6.6	7.1	**3.9**	3.1	4.1	**6.50**	5.75	5.75
インドネシア	**5.2**	5.4	5.7	**3.2**	2.9	3.3	**6.00**	5.50	5.00
マレーシア	**4.7**	4.0	4.2	**1.0**	0.5	1.3	**3.25**	3.00	3.00
フィリピン	**6.2**	6.8	6.6	**5.2**	3.0	3.1	**4.75**	4.25	4.25
シンガポール	**3.2**	2.5	2.2	**0.4**	0.3	0.5	**1.89**	1.90	1.90
韓国	**2.7**	1.8	2.1	**1.5**	0.8	1.4	**1.75**	1.50	1.25
台湾	**2.6**	2.5	2.5	**1.3**	1.1	1.2			
タイ	**4.1**	3.4	3.0	**1.1**	0.7	1.0	**1.75**	1.75	1.75
欧州先進国	**1.8**	1.3	1.4	**1.9**	1.4	1.5			
ユーロ圏	**1.8**	1.2	1.4	**1.8**	1.3	1.4			
フランス	**1.6**	1.2	1.2	**2.1**	1.4	1.6	**-0.40**	-0.40	0.00
ドイツ	**1.5**	0.7	1.1	**1.9**	1.4	1.5	**-0.40**	-0.40	0.00
イタリア	**0.8**	0.1	0.6	**1.2**	1.0	1.1	**-0.40**	-0.40	0.00
スペイン	**2.6**	2.4	1.6	**1.7**	1.3	1.4	**-0.40**	-0.40	0.00
英国	**1.4**	1.5	1.5	**2.5**	2.0	2.0	**0.75**	1.00	1.25
その他新興国(EEMEA)	**3.0**	1.5	2.6	**6.9**	7.4	6.6			
チェコ	**3.0**	2.9	2.7	**2.1**	2.3	2.0	**1.75**		
ハンガリー	**4.9**	3.6	2.7	**2.9**	3.2	3.1	**0.90**		
ポーランド	**5.1**	3.8	3.1	**1.7**	2.0	1.9	**1.50**		
ルーマニア	**4.1**	3.1	3.0	**4.6**	3.3	3.0	**2.50**		
南アフリカ	**0.8**	1.5	1.7	**4.6**	5.5	5.2	**6.75**	6.75	7.25
トルコ	**2.6**	-2.8	3.0	**16.3**	17.3	14.3	**24.00**	20.00	16.00
ロシア	**2.3**	1.4	1.5	**2.9**	4.5	4.4	**7.75**	7.75	7.00
イスラエル	**3.2**	3.3	3.3	**0.8**	0.9	1.7	**0.25**		

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. ブレント原油価格の前提は先物価格を基に、19 年 68.6 ドル/バレル、20 年 66.3 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、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。中国の政策金利は 7 日物リバースレポレート。インドネシアの政策金利は 7 日物リバースレポレート。香港、シンガポールは、政策金利の代わりにそれぞれ、3 カ月物香港銀行間貸出金利(HIBOR)、3 カ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。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.カナダ、ラテンアメリカ、その他新興国(南アフリカ、トルコ、ロシアは除く)は IMF の予測、その他は野村の予想。6. 2019 年 5 月 20 日現在。:

出所: 国際通貨基金(IMF)、野村グループ

Ⅱ．米国経済：低成長に移行

減税による景気刺激効果が弱まるにつれて成長は減速しよう。連邦公開市場委員会(FOMC)は 2020 年末まで追加利上げを行わないと予想する。

景気動向

野村では、2019 年から 20 年にかけて財政刺激の効果が弱まり、経済が利上げ後の金利水準とより引き締まった金融環境に順応するにつれ、米国の経済成長率が潜在成長率並みに低下すると見込んでいる。雇用の伸びは引き続き長期的に持続可能なペースを大きく上回っており、19 年いっぱいは失業率の低下が続く公算が大きいが、その後は利上げや金融引き締めの影響で雇用の伸びが鈍化するだろう。しかし労働生産性は低調な伸びが続くと予想される。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も一因であり、こうした活力低下は賃金の伸びを抑制している。

物価動向

19～20 年については、労働需給の引き締まりにもかかわらず、コアインフレは抑制された状態が続くと予想される。集合住宅の大量供給、ドル相場の上昇、並びに公的医療保険における診療報酬抑制が、労働需給のひっ迫によるインフレ圧力を相殺するとみられる。よって野村ではコア個人消費支出(PCE)デフレータの加速は小幅にとどまり、20 年 10-12 月期に前年同期比＋2.0%前後にとどまると予想する。

金融政策

景気見通しに対する下振れリスクの強まりと、インフレ圧力の弱さを踏まえ、野村では、連邦準備制度理事会(FRB)が 20 年末まで利上げを行わないとみている。コアインフレの減速によって利上げ再開のハードルが上がっており、FRB が物価目標を＋2%とする枠組みの見直しを重要視する傾向が強まろう。FRB のバランスシート(保有証券)の再投資減額は 19 年 10-12 月期に終了し、FOMC はしばらくの間、バランスシートの規模を一定に保ち、他の債務が増える中、銀行準備預金の緩やかな減少を容認するとみられるが、中長期的なバランスシート政策を巡る問題はまだ明確になっていない。

リスク要因

最近の金融市場の動きや過去の事例からは、金融環境が急変し得ることがうかがえる。米中通商交渉では、トランプ大統領のツイッターをきっかけに対立が強まり、2,000 億ドルの中国製品に対する制裁関税が 25%に引き上げられた。その後、米国政府が自動車・同部品の輸入調査を進めるなか、米国の保護貿易主義的政策が引き続き経済見通しの主なリスクとなっている 。

さらに、19 年の政府債務上限を巡って瀬戸際政策がとられ、20 年度の裁量的支出の上限が引き上げられず、19 年秋に「財政の崖(歳出急減)」に直面するリスクが待ち受けている。こうしたリスクは、財政政策による成長への寄与度が 19 年には小さくなるという我々の見解を裏付けるものである。

図表 56: 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**	**4.2**	**3.4**	**2.2**	**3.2**	2.0	1.8	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4	**2.9**	2.6	1.7
個人消費	**0.5**	**3.8**	**3.5**	**2.5**	**1.2**	2.7	2.6	2.5	2.1	2.1	1.9	1.7	**2.6**	2.4	2.2
非住宅固定投資	**11.5**	**8.7**	**2.5**	**5.4**	**2.7**	3.6	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	**6.9**	3.6	2.3
住宅投資	**-3.4**	**-1.4**	**-3.5**	**-4.7**	**-2.8**	0.6	0.3	0.5	1.0	1.5	1.8	1.9	**-0.3**	-2.0	1.0
政府支出	**1.5**	**2.5**	**2.6**	**-0.4**	**2.4**	3.9	1.4	1.4	0.9	0.8	0.6	0.5	**1.5**	2.0	1.1
輸出(財・サービス)	**3.6**	**9.3**	**-4.9**	**1.8**	**3.7**	2.2	0.3	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	**4.0**	1.7	1.0
輸入(財・サービス)	**3.0**	**-0.6**	**9.3**	**2.0**	**-3.7**	3.4	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	**4.5**	1.6	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**	**5.3**	**1.0**	**2.1**	**2.5**	2.7	1.9	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4	**2.7**	2.4	1.8
純輸出	**0.0**	**1.2**	**-2.0**	**-0.1**	**1.0**	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	**-0.2**	0.0	-0.3
在庫投資	**0.3**	**-1.2**	**2.3**	**0.1**	**0.7**	-0.7	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	**0.1**	0.2	-0.1
失業率	**4.1**	**3.9**	**3.8**	**3.8**	**3.9**	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	**3.9**	3.7	3.5
非農業部門雇用者数(千人)	**228**	**243**	**189**	**233**	**180**	186	154	137	110	97	91	70	**223**	164	92
住宅着工件数 (季節調整済み年率、千戸)	**1,317**	**1,261**	**1,234**	**1,185**	**1,193**	1,197	1,212	1,225	1,250	1,270	1,285	1,290	**1,249**	1,207	1,274
	(前年同期比%)														
消費者物価	**2.3**	**2.6**	**2.6**	**2.2**	**1.6**	2.0	2.1	2.2	2.5	2.1	2.2	2.2	**2.4**	2.0	2.3
コア消費者物価	**1.9**	**2.2**	**2.2**	**2.2**	**2.1**	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4	2.5	**2.1**	2.1	2.4
個人消費支出(PCE)デフレータ	**1.9**	**2.2**	**2.2**	**1.9**	**1.4**	1.6	1.6	1.7	2.0	1.7	1.8	1.8	**2.0**	1.6	1.8
コアPCEデフレータ	**1.7**	**1.9**	**2.0**	**1.9**	**1.7**	1.6	1.6	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	**1.9**	1.6	1.9
連邦財政収支(対GDP比%)													**-3.8**	-4.3	-4.8
経常収支(対GDP比%)													**-2.4**	-2.4	-3.2
FRB証券ポートフォリオ保有高 (兆ドル)	**4.18**	**4.10**	**4.00**	**3.88**	**3.77**	3.66	3.55	3.55	3.55	3.57	3.60	3.62	**3.88**	3.55	3.62
政策金利	**1.50-1.75**	**1.75-2.00**	**2.00-2.25**	**2.25-2.50**	**2.25-2.50**	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	**2.25-2.50**	2.25-2.50	2.25-2.50
2年物財務省証券利回り	**2.27**	**2.52**	**2.81**	**2.48**	**2.27**	2.40	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	**2.48**	2.35	2.35
5年物財務省証券利回り	**2.56**	**2.73**	**2.94**	**2.51**	**2.23**	2.40	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	**2.51**	2.35	2.35
10年物財務省証券利回り	**2.74**	**2.85**	**3.05**	**2.69**	**2.41**	2.55	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	**2.69**	2.50	2.50

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 カ月後～3 カ月) 予想レンジは 2.30～2.70%。6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2019 年 5 月 13 日現在。

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

Ⅲ．ユーロ圏経済：成長回復は一時的か

実質 GDP 成長率は 2019 年 1-3 月期に回復したが、一時的要因に押し上げられた可能性もある。成長が回復に向かっているのは確かだろうが、下振れリスクはなお大きい。

景気動向

ユーロ圏の 19 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%となり、一時的要因もあったとはいえ 18 年 7-9 月期の同＋0.1%、10-12 月期の同＋0.2%から待望の回復となった。債務危機後の景気後退から脱した後の直近 6 年間の平均成長率は同＋0.4～0.5%、年率では＋1.8%で、欧州中央銀行(ECB)の推定する潜在成長率(年率＋1.5%)近くとなっている。我々は四半期の基調の成長率が年末までにはこの潜在成長率近くで定着するとみるが、重大な下振れリスクが多くあることも確かだろう。

第 1 に、米中通商協議が物別れに終わり、世界経済に対する信頼感や貿易活動(対米自動車輸出関税の引き上げに関連したものなど)に悪影響を及ぼす恐れがある。第 2 に、世界の経済成長の鈍化によって、経済成長率における純輸出の寄与が抑えられる可能性がある。我々は 19 年の世界の経済成長率が前年比＋3%強にとどまると予想しており、この予想が正しければ成長率は世界金融危機後で最も低くなり、ユーロ圏の成長への純輸出の寄与は限られよう。第 3 に、周知のことである英国の欧州連合(EU)離脱のリスクに加え、5 月 23～26 日に行われる欧州議会選挙ではポピュリスト政策への支持が大幅に強まる可能性がある。そして第 4 に、ユーロ圏主要国のそれぞれが多くの固有リスクを抱えている。具体的には、イタリアの政治、経済、財政懸念、スペインの好調な経済が減速するリスク、フランスの国内政治リスク、世界貿易が弱まるなかドイツの輸出依存度が高いこと、などである。

物価動向

19 年 3 月のユーロ圏標準消費者物価(HICP)(速報値)は予想を下回りコア HICP 上昇率が前年同月比＋0.8%となった後、4 月にはここ 2 年で最も高い水準である同＋1.2%に上昇した。しかしこれは基調のインフレ率の上昇によるものではなく、復活祭の祝日の移動を反映したものとみられる(ドイツのパッケージ旅行の計測方法変更も一因)。余剰生産資源とインフレ率の従来の関係が崩れているだけでなく(物価と成長の関係を表すフィリップス曲線は平たん化している)、今やユーロ圏の余剰生産資源は拡大しているようであるため、インフレ率の上昇は抑制されるだろう。

金融政策

ECB は前回 3 月の政策理事会で、1) 経済及びインフレ率見通しの下方修正、2) 条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)の再開、3) フォワードガイダンス(金融政策の先行き指針)で政策金利を現行水準で据え置くとする期間を延長、という 3 つの重要な変更を発表したため、4 月の政策理事会は現状維持となった。6 月 6 日の政策理事会では TLTRO の詳細が発表されるとみられる。ブルームバーグ

のエコノミスト調査によれば、TLTRO の金利は平均 0%で、ECB が定める目標を達成した銀行に対しては 0.20%ポイントの優遇が見込まれている。また TLTRO の規模は 4,000 億ユーロと予想されており、その半分近くが初回 9 月のオペで供給されるとみられている。ECB スタッフによる経済見通しのアップデートにおける成長及びインフレ見通しの修正にも注目したい。

図表 57: 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**	**0.1**	**0.2**	**0.4**	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	**1.8**	1.2	1.4
個人消費	**0.5**	**0.2**	**0.1**	**0.2**	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	**1.3**	1.1	1.3
総固定資本形成	**0.2**	**1.6**	**0.5**	**1.3**	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	**3.3**	2.4	1.7
政府消費	**0.1**	**0.4**	**0.0**	**0.7**	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	**1.1**	1.6	1.7
輸出(財・サービス)	**-0.6**	**1.1**	**0.2**	**1.2**	0.2	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	**3.1**	2.5	2.9
輸入(財・サービス)	**-0.2**	**1.1**	**1.1**	**1.1**	-0.2	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	**3.1**	2.9	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**	**0.2**	**0.5**	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	**1.6**	1.4	1.4
在庫投資	**0.3**	**-0.1**	**0.4**	**-0.4**	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	**0.1**	-0.1	-0.1
純輸出	**-0.2**	**0.0**	**-0.4**	**0.1**	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	**0.1**	-0.1	0.0
実質GDP (季節調整済み前期比年率%)	**1.5**	**1.6**	**0.6**	**0.9**	1.5	1.1	1.3	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4	**1.8**	1.2	1.4
失業率(%)	**8.5**	**8.3**	**8.0**	**7.9**	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	7.7	7.6	7.6	**8.2**	7.7	7.6
	(前年同期比%)														
雇用者報酬(一人当たり)	**1.9**	**2.2**	**2.5**	**2.3**	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	**2.2**	2.6	2.8
労働生産性	**0.9**	**0.6**	**0.3**	**-0.2**	-0.1	0.0	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	**0.4**	0.2	0.7
単位労働コスト	**1.1**	**1.6**	**2.2**	**2.5**	2.6	2.6	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	**1.8**	2.4	2.2
財政収支(対GDP比%)													**-0.6**	-1.0	-0.9
経常収支(対GDP比%)													**3.0**	2.9	2.9
	(前年同期比%)														
消費者物価(HICP)	**1.3**	**1.7**	**2.1**	**1.9**	**1.4**	1.4	1.2	1.3	1.5	1.4	1.4	1.5	**1.8**	1.3	1.4
コアHICP上昇率	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	1.1	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	**1.0**	1.1	1.4
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	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	**0.00**	0.00	0.25
中銀預金金利	**-0.40**	**-0.40**	**-0.40**	**-0.40**	**-0.40**	-0.40	-0.40	-0.40	-0.25	-0.25	0.00	0.00	**-0.40**	-0.40	0.00
3ヶ月物EURIBOR金利	**-0.33**	**-0.32**	**-0.32**	**-0.31**	**-0.31**	-0.30	-0.30	-0.25	-0.15	-0.10	0.10	0.15	**-0.31**	-0.25	0.15
10年物ドイツ国債利回り	**0.50**	**0.30**	**0.47**	**0.24**	**-0.07**	0.15	0.30	0.45	0.65	0.75	0.90	1.00	**0.24**	0.45	1.00
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	**1.23**	**1.17**	**1.16**	**1.15**	**1.12**	1.15	1.18	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	**1.15**	1.25	1.25

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. 2019 年 5 月 13 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：1-3 月期の成長回復は持続するか？

2019 年 1-3 月期の成長率は上向いたが、当初の欧州連合(EU)離脱期限(3 月 29 日)を控えた在庫の積増しが一因であった。インフレ率は政策目標に近いが、政策対応がなければ、目標を上回るだろう。

景気動向

19 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.5%と、17 年および 18 年の後半を回った。1-3 月期の景気が上向いたのは、他の主要先進国・地域の一部の同期の実績と同様である。ユーロ圏は前期比＋0.4%と、18 年後半に比べ大幅に改善し、米国も同＋0.8%、年率 3.2%と予想を上回った。なお中国の成長率は前年同期比＋6.4%と 10-12 月期と同じ水準だったが、予想よりややよかった。英国の成長回復の一因が、当初の EU 離脱期限(3 月 29 日)を控えた在庫の積増しにあるのは確かで、4-6 月期にはある程度反動が生じる可能性があるが、野村では今回の統計結果を反映し、19 年の成長率予想を前年比＋1.2%から同＋1.5%に上方修正した。20 年についても同＋1.5%の成長を見込んでいる。消費支出が引き続き成長を支えるとみられるが、EU 離脱を巡る不確実性が続き貿易戦争がエスカレートするなか、野村では、設備投資や純輸出が今後数四半期の成長を支える効果については懐疑的にみている。

金融政策・物価動向

19 年 3 月の消費者物価(CPI)上昇率は前年同月比＋1.8%と、イングランド銀行(BOE:中央銀行)の政策目標(＋2%)を小幅に下回っている。しかし、BOE は、政策金利一定の場合、予想期間の終わり時点(3 年後)の CPI 上昇率が政策目標を 0.2～0.3%ポイント上回るとの見通しを示している。BOE の大まかな推計に基づくと、0.3%ポイントの逸脱を是正するには、0.25%ポイントの利上げが 3 回必要になるが、政策変更から効果が表れるまでのタイムラグを勘案すると、3 度の利上げは 3 年間よりも短い期間に実施する必要がある。そうした点を踏まえ、野村では、次回利上げの時期を 19 年 11 月と予想し、9 カ月間隔で利上げが実施されるとみている。

5 月 2 日公表の「インフレーションレポート(四半期報告)」では、BOE の姿勢がややタカ派(利上げに前向き)寄りにシフトしたと考えている。BOE は予想期間における経済成長見通しを上方修正すると同時に(3 年後の成長率は前年比＋2.2%)、予想期間の終わりの時点での超過需要が以前に見込んでいたよりも大きくなると考えている。さらに、BOE は市場の金利予想を前提とした場合の予想期間末の物価見通しを、過去 2 年近くの間に示された予想期間の終わりの時点の物価見通しのなかで最も高い水準に引き上げた。

EU 離脱(ブレグジット)を巡る問題

暗礁に乗り上げた EU 離脱問題を前進させる方法を巡る保守党と労働党の協議が続いている。問題は、いずれかの政党が現実的に受け入れ可能な譲歩の選択肢がほとんどないことにある。メイ首相は自由貿易協定に肩入れしているよう

だが、労働党は単一市場へのアクセス維持及び関税同盟残留を重視してきたためだ。保守党議員の多くにとって、関税同盟への残留は「越えられない一線」を意味しており、メイ首相がこれを受け入れることは難しいだろう。手短に言って、英国と欧州の関係を巡る議論は、ぎりぎりまで、つまり新たな離脱期限である 19 年 10 月末まで予断を許さない状況が続こう。

図表 58: 英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%)												(前年比%)		
実質GDP	**0.1**	**0.4**	**0.7**	**0.2**	**0.5**	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	**1.4**	1.5	1.5
民間消費	**0.5**	**0.5**	**0.3**	**0.3**	**0.6**	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	**1.7**	1.7	1.9
総固定資本形成	**-0.8**	**-0.6**	**0.9**	**-0.6**	**2.1**	0.0	0.0	0.8	0.6	0.5	0.4	0.1	**0.2**	2.0	1.8
政府消費	**0.2**	**-0.4**	**-0.1**	**1.3**	**1.4**	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	**0.4**	3.0	2.0
輸出(財・サービス)	**-1.3**	**-1.0**	**0.9**	**1.6**	**0.0**	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	**0.1**	2.2	2.2
輸入(財・サービス)	**-0.6**	**0.4**	**0.7**	**2.1**	**6.8**	-4.0	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	**0.7**	6.1	1.4
	(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	**0.1**	**0.3**	**0.3**	**0.0**	**2.5**	-1.0	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	**1.2**	2.3	1.6
在庫投資	**0.1**	**0.5**	**0.4**	**0.4**	**0.1**	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	**0.4**	0.4	-0.4
純輸出	**-0.2**	**-0.4**	**0.0**	**-0.2**	**-2.1**	1.4	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	**-0.2**	-1.2	0.2
実質GDP(季節調整済み前期比年率)	**0.2**	**1.6**	**2.8**	**0.9**	**2.0**	0.9	1.3	1.4	1.7	1.5	1.7	1.4	**1.4**	1.5	1.5
失業率(%)	**4.2**	**4.0**	**4.1**	**4.0**	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.3	**4.1**	4.1	4.2
週平均賃金(前年同期比%)	**2.6**	**2.4**	**3.1**	**3.4**	3.3	3.2	3.0	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	**2.9**	3.1	3.0
	(前年同期比%)														
消費者物価(CPI)上昇率	**2.7**	**2.4**	**2.5**	**2.3**	**1.9**	2.2	1.9	1.9	2.2	1.9	1.9	2.0	**2.5**	2.0	2.0
コアCPI上昇率	**2.4**	**2.0**	**1.9**	**1.8**	**1.9**	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0	**2.1**	1.9	1.9
政策金利(バンクレート、期末値)	**0.50**	**0.50**	**0.75**	**0.75**	**0.75**	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	**0.75**	1.00	1.25
BOE資産購入(期末値、十億ポンド)	**435**	**435**	**435**	**435**	**435**	435	435	435	435	435	435	435	**435**	435	435
3ヶ月物銀行間金利(%)	**0.71**	**0.67**	**0.80**	**0.91**	**0.85**	0.90	1.00	1.15	1.15	1.20	1.30	1.30	**0.91**	1.15	1.30
10年物国債利回り	**1.35**	**1.28**	**1.57**	**1.28**	**1.00**	1.20	1.40	1.55	1.65	1.75	1.90	2.00	**1.28**	1.55	2.00
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	**0.88**	**0.88**	**0.89**	**0.90**	**0.86**	0.84	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	**0.90**	0.82	0.82
ポンド/ドル為替レート(ドル)	**1.40**	**1.32**	**1.30**	**1.28**	**1.30**	1.37	1.44	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	**1.28**	1.52	1.52
ポンド(貿易加重平均)	**79.1**	**77.7**	**77.6**	**76.5**	**78.9**	81.5	84.1	85.5	85.5	85.5	85.5	85.5	**76.5**	85.5	85.5

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. 2019 年 5 月 13 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：本格的景気回復はまだ先

景気の底打ちはまだ先で、なお強い向かい風に直面していると考えられ、政府は、政策緩和の余地が限られる中でも、まだ緩和を終了することはできない。

景気動向

2019 年 1-3 月期実質 GDP 成長率は前年同期比＋6.4%と、18 年 10－12 月期と同水準を維持し、予想を上回った。また 3 月の主要経済指標も回復した。しかし、4 月の貿易統計で輸出(ドル建て)が予想外の前年割れに転じたように、野村では、次にあげる 3 つの理由から、景気の本格回復はまだ先と考えている。第 1 に、3 月の経済指標の大幅な改善は持続可能ではない。回復はかなりの部分、旧正月の連休の移動、3 月 15 日に発表され、4 月 1 日に発効した増値税率引き下げ前の税還付を目的とした輸出前倒し、17 年 11 月～18 年 3 月に実施された大気汚染対策で前年同期の生産水準が低かった、という 3 つの特殊要因を背景としていたからだ。第 2 に、輸出、下級都市の不動産市場、乗用車販売は引き続き強い向かい風に直面している。トランプ政権は 5 月 10 日、2,000 億ドル分の中国製品に対する輸入関税を 10%から 25%に引き上げた。その結果、中国の輸出と製造業投資に対する圧力が増している。第 3 に、外貨準備の減少、経常収支黒字の縮小、人民元の過大評価、外貨建債務の増加、インフラ投資のリターン低下を理由に、政策緩和の余地が急速に狭まりつつある。

現に 4 月主要経済指標では、鉱工業生産、小売売上、新築住宅販売、固定資産投資の前年同月比伸び率が軒並み低下し、市場予想を大幅に下回った。先に発表された 4 月の製造業 PMI(購買担当者景気指数)および輸出の伸びも低下しており、二番底を確認した形である。

物価動向

19 年の消費者物価(CPI)上昇率は前年比＋2.5%と、18 年の同＋2.1%から加速すると予想される。養豚業は、価格と生産の新たなサイクルに入っているが、アフリカ豚コレラ(ASF)の流行と相まって、豚肉価格の上昇サイクルが従来よりも大幅かつ長期化し、インフレを押し上げるより強い要因となろう。

政策動向

金融政策の余地が限られ、政府が政策緩和により慎重であるにもかかわらず、政府は、まだ政策緩和を終了できないと考えられる。中国人民銀行(PBC：中央銀行)は 5 月 6 日、中小企業及び民間企業融資を促進するため、中小銀行を対象とする預金準備率の引き下げを発表した。5 月 15 日付から適用され、2,800 億元の流動性が追加される。また、付加価値税(増値税)の引き下げが 4 月 1 日から、社会保障税の引き下げが 5 月 1 日から実施され、今後数四半期も財政を通じた景気刺激が続くとみられる。また野村では、大都市圏の不動産市場規制緩和が成長回復のカギを握るとの見方を維持する。

リスク要因

野村予想に対する上振れリスクには、政策緩和の規模が予想を上回ることが挙げられる。他方、下振れリスクには、米中貿易摩擦による対立のエスカレート、不動産市場の急激な調整、マクロ経済政策の引き締め方向への転換が挙げられる。

図表 59: 中国経済見通し要約表

(%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2017年	2018年	2019年	2020年
	(前年同期比%)								(前年比%)			
実質GDP	**6.8**	**6.7**	**6.5**	**6.4**	**6.4**	5.7	6.0	6.2	**6.8**	**6.6**	6.1	6.0
GDPへの寄与度												
最終需要	**5.3**	**5.3**	**5.0**	**4.6**	**4.2**				**3.9**	**5.0**	4.0	4.1
総固定資本形成	**2.1**	**2.1**	**2.1**	**1.3**	**0.8**				**2.3**	**2.1**	2.1	2.0
純輸出(財・サービス)	**-0.6**	**-0.7**	**-0.6**	**0.5**	**1.5**				**0.6**	**-0.6**	-0.1	-0.1
	(前年同期比%)											
消費者物価(CPI)	**2.2**	**1.8**	**2.3**	**2.2**	**1.8**	2.7	2.6	2.8	**1.6**	**2.1**	2.5	2.3
コアCPI上昇率	**2.1**	**1.9**	**1.9**	**1.8**	**1.9**	2.0	1.9	1.8	**2.2**	**1.9**	1.9	1.9
生産者物価(PPI)	**3.7**	**4.1**	**4.1**	**2.3**	**0.2**	-0.2	-0.7	0.5	**6.3**	**3.5**	-0.1	0.0
小売売上高(名目)	**9.8**	**9.0**	**9.0**	**8.3**	**8.3**	8.3	8.5	8.6	**10.2**	**9.0**	8.4	8.5
固定資産投資(名目、年初来)	**7.5**	**6.0**	**5.4**	**5.9**	**6.3**	7.3	7.9	7.9	**7.2**	**5.9**	7.9	7.9
鉱工業生産(実質)	**6.8**	**6.6**	**6.0**	**5.7**	**6.5**	5.3	5.7	5.8	**6.6**	**6.2**	5.8	5.7
輸出(米ドル建て)	**13.7**	**11.5**	**11.7**	**3.9**	**1.4**	-4.0	0.0	5.0	**7.9**	**9.9**	-0.2	3.0
輸入(米ドル建て)	**19.4**	**20.6**	**20.4**	**4.4**	**-4.8**	0.5	5.0	8.0	**15.9**	**15.8**	2.7	8.0
貿易収支(10億米ドル)	**45.0**	**90.6**	**84.1**	**131.7**	**76.3**	62.8	55.4	122.5	**419.6**	**351.1**	317.0	181.3
経常収支(対GDP比%)	**-1.2**	**0.2**	**0.5**	**1.5**	-0.5	-0.1	0.1	0.3	**1.3**	**0.4**	-0.1	-0.2
財政収支(対GDP比%)									**-3.7**	**-4.2**	-4.0	-4.0
銀行貸出残高(元建て)	**12.8**	**12.7**	**13.2**	**13.5**	**13.7**	13.4	13.2	13.5	**12.7**	**13.5**	13.5	13.0
社会融資総量残高	**11.9**	**11.1**	**10.6**	**9.8**	**10.7**	10.0	10.2	10.4	**13.4**	**9.8**	10.4	10.2
広義の社会融資総量残高	**12.6**	**11.7**	**11.2**	**10.2**	**11.1**	10.6	10.8	11.0	**14.0**	**10.2**	11.0	10.8
マネーサプライM2伸び率（前年同期比）	**8.2**	**8.0**	**8.3**	**8.1**	**8.6**	8.0	8.0	8.0	**8.1**	**8.1**	8.0	8.0
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
7日物リバースレポレート(%)	**2.55**	**2.55**	**2.55**	**2.55**	**2.55**	2.55	2.55	2.55	**2.50**	**2.55**	2.55	2.55
預金準備率	**17.0**	**16.0**	**15.5**	**14.5**	**13.5**	13.5	13.5	12.5	**17.0**	**14.5**	12.5	10.5
人民元/米ドル為替レート(人民元)	**6.28**	**6.62**	**6.87**	**6.88**	**6.71**	6.60	6.70	6.90	**6.51**	**6.88**	6.90	7.25

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. 2019 年 5 月 9 日現在。

出所: 中国国家統計局、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」)、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」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「NIplc」)、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」)、インスティネット 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の監督下にあります)、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・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インディア) プライベート・リミテッド (「NFASL」)、 (登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India;電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号:U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): 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)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・サービシーズ・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おりません。

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の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證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、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お考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、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の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、NIplc 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。NIplc は、英国のプ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プルーデンス規制機構の規制を受けています。NIplc 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、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/マ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、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 により配布されております。NSL は、証券先物法（第 289 条）で定義されるところの認定投資家、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、NIplc、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。

カナダ投資家向け：当レポートは、Investment Industry Regulatory Organization of Canada（「IIROC」） および Canadian Investor Protection Fund の会員である Instinet Canada Limited（「ICL」）により、カナダの投資家向けに配布することを承認されています。ICL の関連会社が作成したリサーチレポート（「関連会社リサーチレポート」）は、当該関連会社の地域におけるリサーチ配布に適用される規則上の要件を満たすよう作成されており、利益相反に係る開示を含んでいます。ICL は、IIROC が必要とするカナダにおける開示が行われていることを確認するために当関連会社リサーチレポートをレビューしました。ICL は、関連会社リサーチレポートの配布に関連して、対価を受取っていません。ICL のリサーチ配信に関するポリシー及び手順に従い、ICL は関連会社リサーチレポートを、電子的にまたは印刷された形で、ICL の現顧客および将来の顧客のみにしか提供しません。ICL は、全ての受領者が同時に関連会社リサーチレポートを利用可能となる及びまたは配布されるよう努めます。当関連会社リサーチレポートは、推奨ではなく、また、いかなる特定の口座の投資対象、金融状況や特定のニーズを考慮しているものでもありません。

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、またはウィ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 万円以下の場合は、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いの場合には加え、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、売付けの場合、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 倍まで（オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで）のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。
CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08％（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×0.79685、固定 5 年、固定 3 年： 2 回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）
物価連動国債を募集・売出等その他、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、令和 5 年度以降に償還するもの（第 17 回債以降）については、額面金額を下回りません。
投資信託のお申込み（一部の投資信託はご換金）にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4％（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、及びドル円ベーシス・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」のみお受払いいただきます。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、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」）とには差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。
クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS 取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があり、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