

2020～22 年度の経済見通し

-コロナ禍からの回復への期待と不安が混在-

目 次

日本経済：コロナ禍からの回復への期待と不安
が混在

- (1) 総括
- (2) 輸出は減速局面へ
- (3) 生産回復続くが国内外の新型コロナ感染
拡大により不透明感強まる
- (4) 設備投資の持ち直しは後ずれしよう
- (5) 雇用・所得環境は緩やかな回復の見込み
- (6) 個人消費の正常化への過程は緩慢
- (7) 住宅着工は底入れ、緩やかな回復局面へ
- (8) 次期国土強靱化計画により公共投資は増
勢維持へ

(9) コア CPI インフレ率は 21 年 1-3 月期に底
打ち、その後は緩やかな上昇を予想

(10) 金融政策はコロナ対応の効果を見極める
段階

(11) 日本経済見通し

(12) 世界経済見通し

米国経済：コロナ感染再拡大の中、財政支援は縮
小

ユーロ圏経済：様々なリスクを比較考量

英国経済：下振れリスクは無視できない

中国経済：「内向き」に転じつつ「様子見姿勢」

野村証券金融経済研究所 経済調査部

美和 卓、桑原 真樹、岡崎 康平、棚橋 研悟、高島 雄貴、新井 真、伊藤 勇輝

要約と結論

1. 11月16日公表の20年7-9月期GDP1次速報値を受け、2020～22年度の日本経済見通しを改定した。2020～22年度の実質GDP成長率は、それぞれ前年比で-5.5%、+4.2%、+2.6%と予想する。
2. 21、22年度実質成長率が前回比下方修正となった主な要因は、米大統領選・議会選結果を踏まえた政策想定の変化と新型コロナウイルス(以下、コロナ)の内外での感染再加速の影響である。米国経済は、財政出動大型化が期待できるブルーウェーブ(大統領、議会上下院を民主党が制覇)の確度が低下したことでコロナ感染再加速を踏まえ、従来に比べて回復のスピードが緩やかになると考えられ、日本の実質輸出もその影響を受ける可能性が高い。
3. 国内でも足元ではコロナの第三波とみられる感染再加速が生じており、20年10-12月期～21年1-3月期の実質消費については回復ペースが鈍化する可能性が高い。一方で、コロナに対するワクチンの早期開発、普及への期待も広がっている。野村では、21年後半以降、ワクチン普及に伴いコロナ禍の経済活動に対する制約は緩和に向かっていくと想定している。
4. 現下、政府・与党は年内の追加経済対策策定、21年初の通常国会への20年度第三次補正予算提出に向けて動いている。その中には、防災、減災に向けた国土強靱化対策として公共事業の上乗せが含まれる公算が大きい。但し、建設、土木業の供給制約等を踏まえた執行可能ペースを勘案すると、上積み規模が徒に大型化する可能性は低く、野村では20年度第3次補正で2兆円程度、21年度当初予算で平年比2兆円程度の事業費追加が現実的であると想定している。
5. コア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率は、20～22年度につきそれぞれ前年比-0.6%、+0.1%、+0.5%を予想する。足元のエネルギー価格上振れの影響に加え、コロナ禍による需要減が物価を下押し影響が想定よりやや小さめである実態を反映させたものであるが、基調として日本銀行の物価安定目標(2%)を下回る傾向は維持されると予想している。

予測要約表

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2020年11月16日時点]

		20年度 (予)	21年度 (予)	22年度 (予)	20暦年 (予)	21暦年 (予)	22暦年 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	-5.5	4.2	2.6	-5.3	2.6	3.0
	<内需寄与度>	-4.1	3.5	2.1	-4.1	2.3	2.5
	<民間内需>	-4.7	3.3	2.0	-4.6	1.9	2.4
	<公的内需>	0.6	0.1	0.1	0.6	0.4	0.0
	<外需寄与度>	-1.5	0.8	0.5	-1.2	0.3	0.5
	民間最終消費支出	-5.9	4.2	2.3	-5.9	2.8	2.7
	民間住宅投資	-9.0	3.2	-2.3	-9.0	0.7	0.3
	民間企業設備投資	-7.1	6.3	5.0	-6.1	2.2	6.0
	民間在庫品増減<寄与度>	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	政府消費	1.8	0.5	0.3	1.8	1.1	0.0
	公的固定資本形成	4.6	-0.1	0.5	3.5	2.1	0.0
	財貨・サービス輸出	-13.7	13.8	7.7	-13.8	9.5	8.7
	財貨・サービス輸入	-4.9	7.8	4.6	-6.5	6.8	5.2
	名目国内総生産(GDP)	-4.6	4.6	2.9	-4.3	3.0	3.4
GDPデフレーター	1.0	0.4	0.3	1.0	0.4	0.4	
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	-10.8	10.7	5.2	-10.6	6.8	6.6
	国内企業物価	-2.6	-0.4	0.8	-1.6	-1.5	0.8
	消費者物価	-0.4	0.0	0.5	0.0	-0.3	0.5
	除く生鮮食品	-0.6	0.1	0.5	-0.2	-0.3	0.5
	同(消費増税、教育無償化の影響除く)	-0.7	0.1	0.5	-0.4	-0.3	0.5
完全失業率(%)	2.9	2.6	2.4	2.8	2.7	2.4	
対 外 収 支	貿易収支(兆円)	0.4	3.3	5.5	0.7	2.5	4.9
	貿易・サービス収支(兆円)	-1.8	2.5	5.0	-2.1	1.8	4.3
	経常収支(兆円)	14.5	20.1	23.3	15.1	19.1	22.6

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

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

	2020年度	2021年度	2022年度
ドル円相場(年度末値)	105.0	108.0	110.0
	(110.0)	(110.0)	(110.0)
消費税率(期末値、%)	10.0	10.0	10.0
	(10.0)	(10.0)	(10.0)
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	42.0	44.7	45.9
	(45.6)	(48.3)	(49.3)

注: 括弧内は前回前提。

出所: 野村

日本経済：コロナ禍からの回復への期待と不安が混在

(1) 総括

2020~22年度の日本経済見通し改定

11月16日公表の20年7-9月期GDP1次速報値を受け、2020~22年度の日本経済見通しを改定した。2020~22年度の実質GDP成長率は、それぞれ前年比で-5.5%、+4.2%、+2.6%と予想する。前回9月8日時点の見通しと比較して、20年度は0.9pptの上方修正だが、21、22年度はそれぞれ-0.7、-0.5pptの下方修正となっている。

20年度の上方修正は5、主に、7-9月期実績が想定を上回ったことによる。同期の実質GDP成長率は前期比年率+21.4%と、事前の市場予想(ブルームバーグ調査中央値)の同+18.9%を上回った。7-9月期実質GDPは、4-6月期の落ち込み分の6割程度を取り戻す比較的大きなリバウンドとなった。

21、22年度実質成長率下方修正の要因は米大統領選結果と感染再拡大

一方で、21、22年度実質成長率が前回比下方修正となった主な要因は、米大統領選・議会選結果を踏まえた米国経済・財政政策に関する想定の変化と、コロナの内外での感染再加速の影響である。

米国野村は、財政出動大型化が期待できるブルーウェーブ(大統領、議会上下院を民主党が制覇)の確度が低下したことでコロナ感染再加速を踏まえ、21年の米国実質GDP成長率予測を11月12日に従来比1.6ppt下方修正した。その影響は、主として実質輸出の20~22年度値(前年比)が前回見通し比で-0.3、-0.4、-0.1ppt下方修正されている点に及んでいる。実質輸出増減の影響を受けやすい、実質設備投資についても、同様に20、21年暦年値が前回比下方修正となった。

混在するコロナ禍からの経済回復への期待と不安

国内でも足元ではコロナの第三波とみられる感染再加速が生じている。7-9月期の実質消費のリバウンド(前期比+4.7%)も、緊急事態宣言解除直後の6月の急回復による「ゲタ」の効果が大きかったとみられ、それ以降は回復ペースが鈍った。20年10-12月~期、21年1-3月期の実質消費については、さらに回復ペースが鈍化する可能性が高いと判断する。

一方で、コロナに対するワクチンの早期開発、普及への期待も広がりつつあり、金融市場でもそれを好感する動きが見られ始めている。野村では、日本を含む先進国・地域でワクチンの一般への普及が進み、コロナ禍の経済活動に対する制約が本格的に緩和に向かっているのは、21年後半以降になると想定している。

公共事業の大幅上積みは非現実的か

現下、政府・与党は年内の追加経済対策策定、21年初の通常国会への20年度第三次補正予算提出に向けて動いている。その中には、雇用・所得支援のための助成・給付措置の延長、Go Toキャンペーンの期間延長に加え、防災、減災に向けた国土強靱化対策として公共事業の上乗せが含まれる公算が大きいとみられる。但し、建設、土木業の供給制約等を踏まえた執行可能ペースを勘案すると、上積み規模が徒に大型化する可能性は低く、野村では20年度第3次補正で2兆円程度、21年度当初予算で平年比2兆円程度の事業費追加が現実的であると想定している。

低インフレ基調は不変、金融緩和は維持だが追加策実施の可能性は低い

コア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率は、20~22年度につきそれぞれ前年比-0.6%、+0.1%、+0.5%を予想する。前回見通し比では、それぞれ0.1、0.2、0.1pptの上方修正である。足元のエネルギー価格上振れの影響に加え、コロナ禍による需要減が物価を下押し影響が想定よりやや小さめである実態を反映させたものであるが、基調として日本銀行の物価安定目標(2%)を下回る傾向は維持されると予想している。

一方、コロナ禍に伴う企業金融の逼迫感への対応が奏功し、経済環境が安定に向かった場合、金融政策も平時の体制に回帰しうることになる。しかし、物価安定目標の達成に向けインフレ率を押し上げていくための政策手段については、目新しい策を打ち出すことが次第に困難となっており、またその可能性も低下していると考えられる。

日銀内では、長期化する低金利が金融機関経営や金融システムの安定にもたらす影響への懸念が次第に大きくなっている可能性もある。「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とするフォワードガイダンスにもかかわらず、長期、短期いずれの政策金利も、物価安定目標達成に向けた追加的引き下げが実施される可能性は低いと判断される。

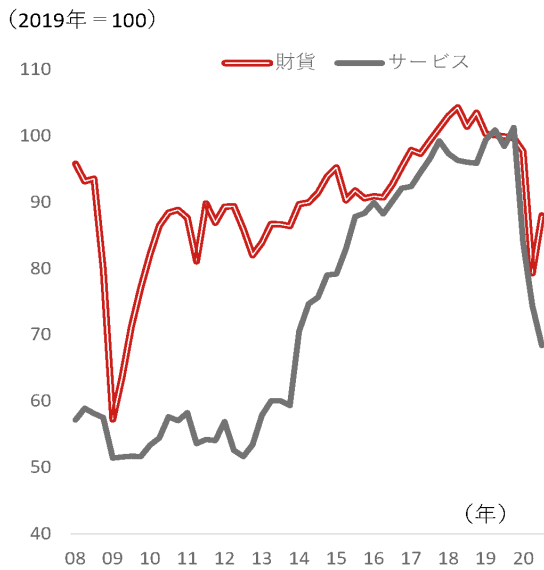
(2) 輸出は減速局面へ

7-9月期の財輸出は大幅増加、サービス輸出は大幅減少

GDPベース実質財貨・サービス輸出をみると、4-6月期には前期比-17.4%と大きく減少したが、7-9月期は同+7.0%と持ち直した。内訳をみると、実質財輸出が前期比+11.0%と大きく増加した(図表3)。財務省の貿易統計を用いて地域別にみると、7-9月期に米国や中国を中心として幅広い地域への輸出が増加しており、回復の裾野は広がったことがわかる。4-6月期に世界各地で実施された都市封鎖後の繰越需要や積極的経済政策顕在化の効果が7-9月期に現れたとみられる。

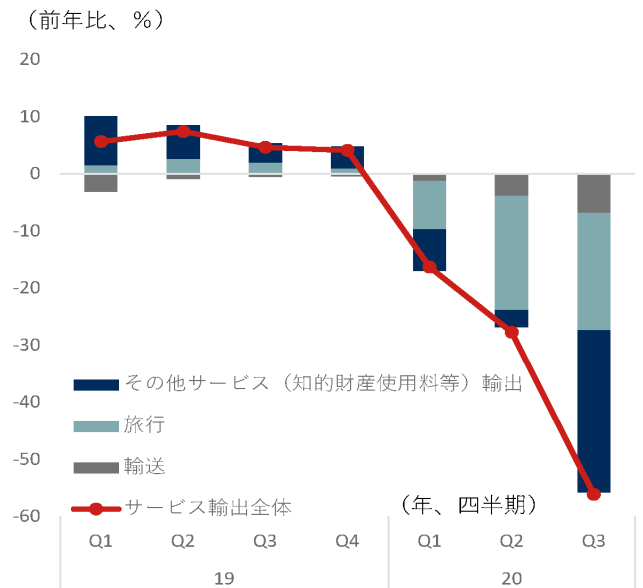
一方、実質サービス輸出は前期比-8.1%と大幅に減少した。国際収支統計を用いて内訳をみると、インバウンド消費を含む旅行サービスの前年比減少幅は7-9月期に前年比-92.7%となっており、4-6月期の同-90.3%と同程度であった(図表4)。4~9月に訪日外客数が前年比-99%とほぼゼロにまで落ち込んでいたことを反映した動きであろう。一方、輸送やその他サービス(主に知的財産使用料や業務支援)といった生産活動に付随するサービス輸出については前年比減少幅が大きく拡大した。輸送やその他サービス輸出は海外景気に一四半期程度遅れる傾向があり、4-6月期に海外の生産活動の落ち込みが遅れて現れたと考えられる。

図表 3: 実質財、サービス輸出



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 4: サービス輸出変動の内訳



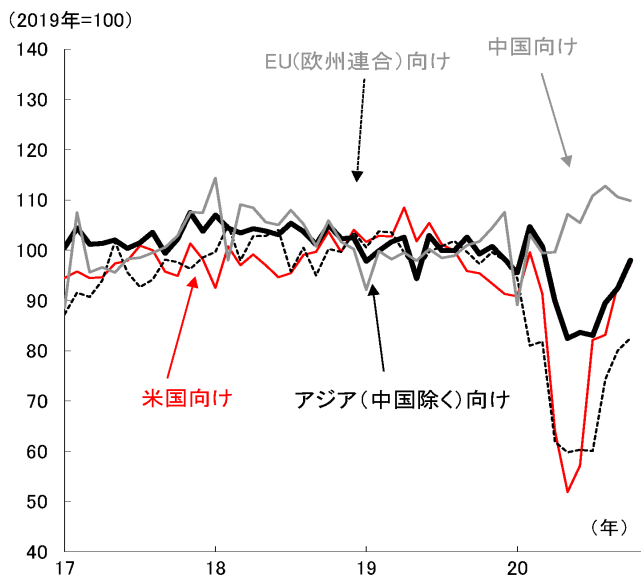
出所: 日本銀行資料より野村作成

財輸出の回復ペースは鈍化方向へ

10月の財務省・貿易統計によれば、実質輸出(日本銀行の輸出物価指数を用いた野村による推計値)は前月比+2.6%と5か月連続で前月比増加、四半期ベースで見ると、10月の7-9月平均比は+8.7%となった。財輸出は10月まで堅調に推移したと言えよう。地域別の内訳をみると、中国向けは7-9月平均比-1.4%(7-9月期:前期比+7.0%)と減少した一方、EU(欧州連合)向けは同+15.4%(7-9月期:同+17.8%)、米国向けは同+12.7%(7-9月期:同+49.2%)、中国を除くアジア向けは同+11.0%(7-9月期:同+3.5%)と増加した。米国と比べて7-9月期の前期比増加幅が小さかった欧州向けの増加幅の大きさやアジア向けの増加幅の拡大が目立つ。地域的な外需回復の裾野の拡がりが輸出全体を押し上げたと考えられる(図表5)。

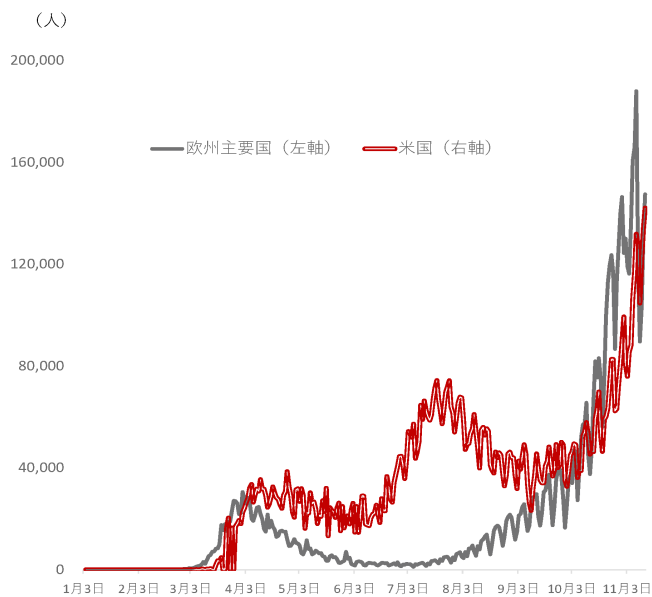
しかし、人出の動きを確認できるGoogleのCOVID-19 Community Mobility Reportsをみると、11月の欧米の人出は10月から減少している。欧州における都市封鎖の再実施や米国における感染拡大を背景に経済活動水準が落ち込んでいることが窺える(図表6)。実質輸出の水準がコロナ前に近付いていることも考えわせると、冬場の財輸出回復ペースは鈍化方向となろう。

図表 5: 地域別実質輸出



注: EUは27カ国ベース(2020年2月からは英国を除いた27カ国ベース)。2. 地域別実質輸出は、まず財別の実質輸出を求めてから、それを積み上げる形で計算した。財別の実質輸出のデフレーターは、日本銀行の輸出物価指数(財別)を用いた。季節調整は野村による。
出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

図表 6: 欧州主要国と米国の1日当たりの新規感染者数



注: 欧州主要国の新規感染者数は英国、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの合計値。
出所: WHO(世界保健機関)資料より野村作成

インバウンド消費の回復タイミングは21年4-6月期と想定

サービス輸出の回復の鍵となるインバウンド関連の動きをみよう。日本政府はビジネス客を中心に出入国制限を緩和している(図表7)。6-7月からアジア環太平洋地域の16カ国と出入国制限緩和に向けた協議を行ってきたが、主に駐在員等の中長期滞在者に対する自主隔離措置付きの相互往来(レジデンストラック)に関しては、16か国のうち10か国と再開している。主に短期出張者を対象とした自主隔離措置なしの相互往来(ビジネストラック)に関しては、シンガポール(9月18日~)、韓国(10月8日~)、ベトナム(11月1日~)と再開済である。しかし、これらとは別に、ビジネス目的の訪日客が多い30か国・地域と、滞在時間が特に短い(72時間以内)短期出張者を対象に自主隔離措置なしで相互往来を開始する方向で協議が進んでいたが、10月30日に欧米における感染再拡大等を背景に先送りとなった(日本経済新聞10月31日付)。また、気温の低下を背景に11月に入ってから日本でも感染が拡大しており、国際的な人の往来制限を解除し難い状況となっている。野村では従来、インバウンド消費は21年1-3月期から回復し始めると想定していたが、気温と感染状況の関係が明確になってきたことを踏まえ、気温が上がる21年4-6月期から緩やかに回復するという予想に変更した。

図表 7: 日本と各国との出入国制限緩和の状況

協議対象16か国(11月19日時点)	レジデンストラック開始 (主に駐在員等の中長期滞在者が対象 自主隔離措置は必要)	ビジネストラック開始 (短期滞在者が対象 自主隔離措置は不要)
ベトナム	タイ(7月29日～)	シンガポール(9月18日～)
タイ	ベトナム(7月29日～)	韓国(10月8日～)
豪州	マレーシア(9月8日～)	ベトナム(11月1日～)
ニュージーランド	カンボジア(9月8日～)	
カンボジア	ラオス(9月8日～)	
シンガポール	ミャンマー(9月8日～)	
韓国	台湾(9月8日～)	
中国	シンガポール(9月30日～)	
香港	ブルネイ(10月8日～)	
マカオ	韓国(10月8日～)	
ブルネイ		
マレーシア		
ミャンマー		
モンゴル		
ラオス		
台湾		

出所: 外務省資料より野村作成

輸出水準がコロナ禍以前を越えるタイミングは後ずれ

野村ではGDPベース実質財・サービス輸出は、欧米の感染拡大や繰越需要の剥落に伴う景気減速を踏まえ、20年10-12月期に前期比+5.2%と7-9月期の同+7.0%からの減速を予測している。ただし、旅行以外のサービス輸出は海外景気に一四半期遅行して10-12月期に増加するため、財・サービス全体の輸出の減速幅は財輸出の減速幅と比べて小さいとみている。21年1-3月期以降も輸出の前期比増加は続くだろうが、冬場の感染拡大、性急な経済活動再開は感染再拡大のリスクを高めることに加えて、米大統領選挙と議会選挙の結果、次期大統領は民主党のバイデン氏、上院の多数派政党は共和党とねじれ状態に陥り、追加財政支出規模が縮小する可能性が高まっていることを踏まえると、輸出の回復ペースは緩慢なものに留まらざるを得ないだろう。

野村では従来、実質輸出がコロナ禍以前(19年10-12月期)の水準を上回るタイミングは21年度後半と予想していたが、欧米の感染拡大に伴う景気減速、追加財政規模の縮小を踏まえて22年度前半に後ずれするという予想に変更した。実質輸出の年度ベースの伸び率をみると、20年度は前年度比-13.7%と大幅に減少した後、21年度は同+13.8%と反発し、22年度は同+7.7%とコロナ禍から正常化に向かう過程で高めの増加を予測する。

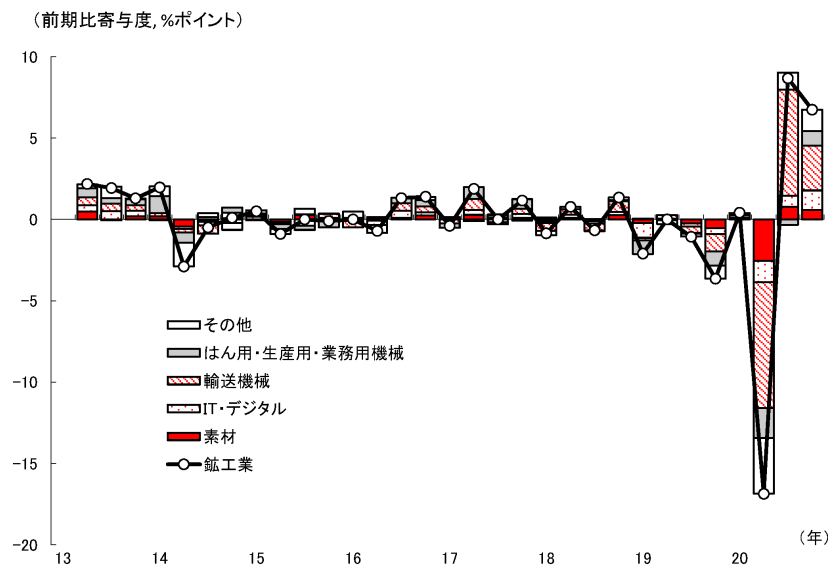
(3) 生産回復続くが国内外の新型コロナ感染拡大により不透明感強まる

20年7-9月期の鉱工業生産は前期比+8.7%と増加した。4-6月期に同-16.9%と大きく減少しており、反発は十分ではないものの、コロナ禍で生産が大きく落ち込んでいた5月が1月比で-21.1%の低水準だったのに対し、9月は1月比で-8.3%まで取り戻している。

また、製造工業生産予測調査によれば、10、11月の製造工業生産はそれぞれ前月比+4.5%、+1.2%の見込みとなった。生産実績は予測調査の予測値を下回る傾向があるが、過去3か月の平均修正率で調整しても10、11月はそれぞれ同+2.8%、+1.6%、10-11月平均の7-9月平均比は+6.7%と計算される(図表8)。7-9月期と比べれば増加ペースは鈍化するが、10-12月期も高めの伸びが見込まれていると言えよう。また、産業別の内訳を見ると、7-9月期の生産増加の大部分は輸送機械の反発によるものだった。10-11月の生産計画でも、輸送機械による押し上げは大きいですが、それ以外の

産業による押し上げも大きくなっており、回復の裾野が広がっていることを示唆している。

図表 8: 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. 20年10-12月期は、10・11月平均の7-9月平均比。20年10・11月は生産予測指数を過去3ヶ月平均の実現率・予測修正率で調整。

出所: 経済産業省より野村作成

ただし、10月以降、欧米で新型コロナの新規感染者数が急増しており、今後の景気の不透明感は再び高まっている。10月の製造工業生産予測調査の実施期日は10月10日であり、欧米の新規感染再拡大が十分織り込まれている訳ではないだろう。上記の計画値よりも実績の下振れは大きくなりそうだ。米国の総合PMI(購買担当者指数)が10月まで堅調、ユーロ圏も低下しながらも10月時点で50.0の水準を維持している点も鑑み、現時点では20年末・21年初の日本の鉱工業生産も前期比減少までは至らないと野村では見ているが、今後の海外景気の悪化が日本国内の生産活動にも悪影響を与えるのは避けられそうにない。野村では、日本国内の景気の持ち直しペースも緩慢なものにならざるを得ないと見ている。鉱工業生産の前年度比は、20年度が-10.8%、21年度が+10.7%、22年度が+5.2%と予想しており、伸び率で見れば21・22年度は高めであるが、生産水準がコロナ禍前(19年暦年平均)を回復するのは22年4-6月期と、従来見ていたよりも若干後ずれすると予想している。

(4) 設備投資の持ち直しは後ずれしよう

20年7-9月期の実質設備投資は前期比-3.4%と減少した。4-6月期も同-4.5%と減少しており、2四半期連続で大きめの減少となった。通常であれば実質設備投資と連動性がある実質輸出は、4-6月期に同-17.4%と減少した後、7-9月期には同+7.0%と増加しており、設備投資の方が持ち直しに時間がかかっている。

また、設備投資の先行指標である機械受注は、設備投資の回復局面入りがまだ先である可能性を示唆している(図表9)。7-9月期のコア機械受注は前期比-0.1%と、4-6月期に同-12.9%と大幅減少となったところからほぼ横ばいとなった。下げ止まりはしたものの、輸出や生産指標では7-9月期に回復が見られているの比べると、機械受注の弱さが目立つ。また、欧米では新型コロナの新規感染者数が10月以降急増しており、

海外景気にとって悪材料である。20年末から21年初の冬場にかけて、野村では日本からの輸出に下押し圧力がかかり、日本の設備投資も持ち直しの時期が後ずれすると予想している。

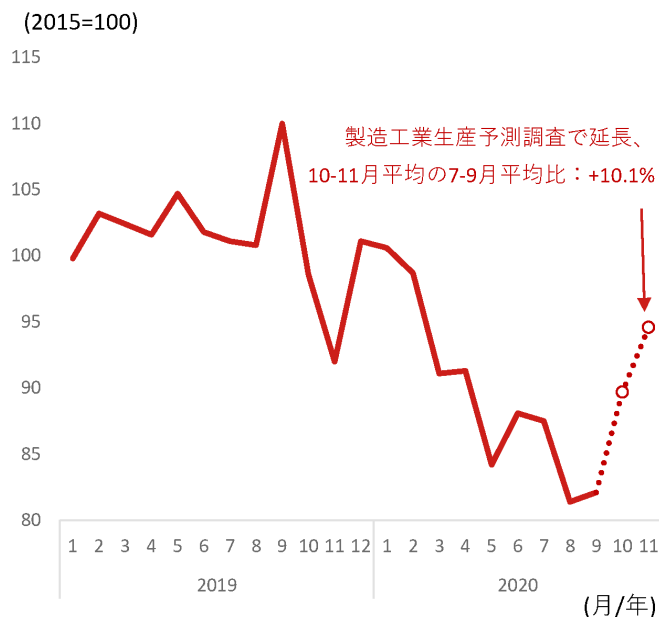
しかし、前向きに受け止めることができる指標も見受けられる。前述のように10月までの総合PMIは米国が堅調、ユーロ圏も小幅悪化にとどまっており、10月の日本の実質輸出(実質化、季節調整は野村による)は前月比+2.6%の増加、7-9月平均比で見ても+8.7%と増加幅は大きい。製造工業生産予測調査の見通しも、資本財(除く輸送機械)が10-11月平均の7-9月期平均比で+10.1%と増産が見込まれている(図表10)。製造工業生産予測調査の見通しは実績にかけて下方修正される傾向がある上、製造工業生産予測調査の実施期日は毎月10日(直近値は10月調査)である。欧米で新型コロナの新規感染者数が10月に急増した影響が十分には加味されていないと考えられ、予測値から実績にかけての下振れは通常よりも大きくなりそうだが、上記の通りPMIなどで景気回復の腰折れはまだ見られておらず、野村では20年10-12月期の資本財生産は若干の前期比増加に落ち着くと見ている。日本のGDPベースの実質設備投資は20年7-9月期が底となり、21年1-3月期までは小幅ではあるものの増加方向が予想される。

図表 9: コア機械受注



注: 船舶・電力を除く民需。
出所: 内閣府資料より野村作成

図表 10: 資本財(除く輸送機械)の生産計画

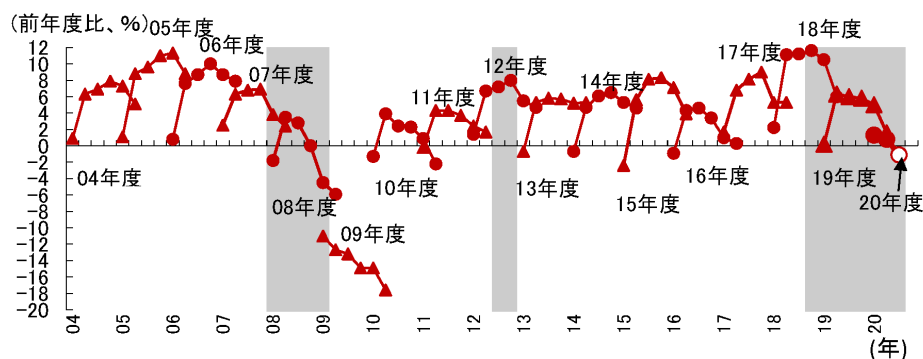


注: 20年10月、11月は鉱工業指数の生産実績を製造工業生産予測調査で延長。
出所: 経済産業省資料より野村作成

21年度に入った後は、設備投資も順調に回復しよう。輸出の回復に後押しされた設備投資の増加を見込むが、コロナ禍前(19年10-12月期)の水準を取り戻すのは、輸出が22年度前半なのに対し、設備投資ではそれよりも若干早いと野村では予想している。これは、コロナ禍を機に日本国内でDX(デジタルトランスフォーメーション)投資の必要性が従来よりも高まったのを反映している。日銀短観の設備投資計画を見ると、20年度の設備投資計画(含むソフトウェア、除く土地)は9月調査まで下方修正が続いているが、ソフトウェア投資は底堅い(図表11、12)。過去の計画値と比べて大幅に伸びが高まっている訳ではなく、見通し期間内ではソフトウェア投資によって設備投資全体の姿が大きく変わるとまでは見込まないが、一定の下支えとして期待できよう。野村では、

20年度から22年度にかけての実質設備投資はそれぞれ前年度比-7.1%、+6.3%、+5.0%を予想している。

図表 11: 日銀短観設備投資計画



注: 全規模全産業、土地投資除きソフトウェア含む。シャドー期間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

図表 12: 日銀短観設備投資計画(ソフトウェア)



注: 全規模・全産業。シャドー期間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

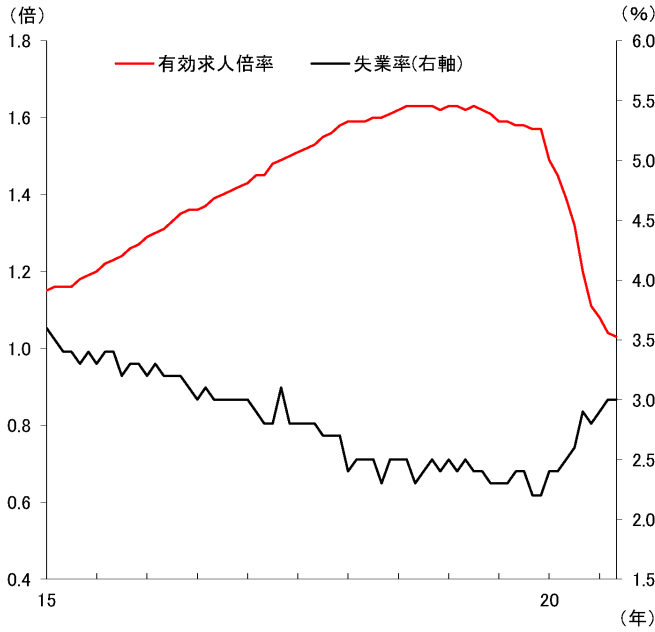
(5) 雇用・所得環境は緩慢な回復の見込み

直近の雇用関連指標は下げ止まり

コロナ禍で顕在化した雇用調整は一段落し、下げ止まる動きをみせている。代表的な雇用関連指標である完全失業率は、緊急事態宣言が解除された後、6月の2.8%から8月の3.0%で上昇したが(図表13)、それは労働参加率の上昇によるものであった。コロナにより突如就業機会が失われた後、感染リスク回避や学校休業に伴う家庭の事情などにより労働市場から一時的に退出していた人々が職探しを始める動きが反映されたものであろう。

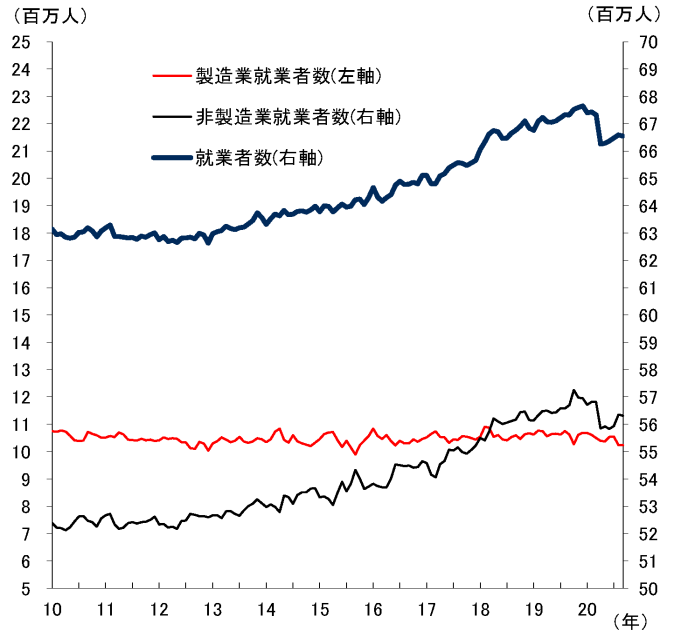
就業者数を見ると、20年4月に前月比-1.6%と大きく減少した後、4か月連続で小幅に前月比増加しており、明確に下げ止まっていると言えよう(図表14)。就業者として扱われるが調査期間中に仕事をしていなかった休業者も、4月に前年同月比+237.3%の水準まで増加したが、9月には同+21.6%まで戻っている(図表15)。

図表 13: 完全失業率と有効求人倍率



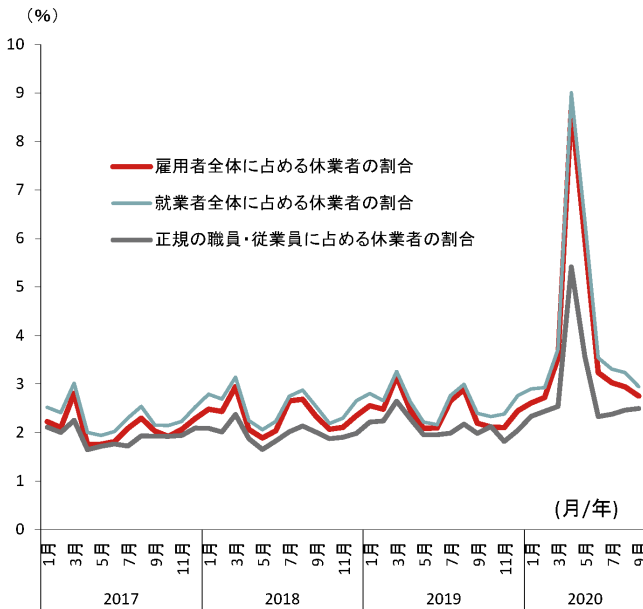
出所: 総務省、厚生労働省資料より野村作成

図表 14: 産業別の就業者数



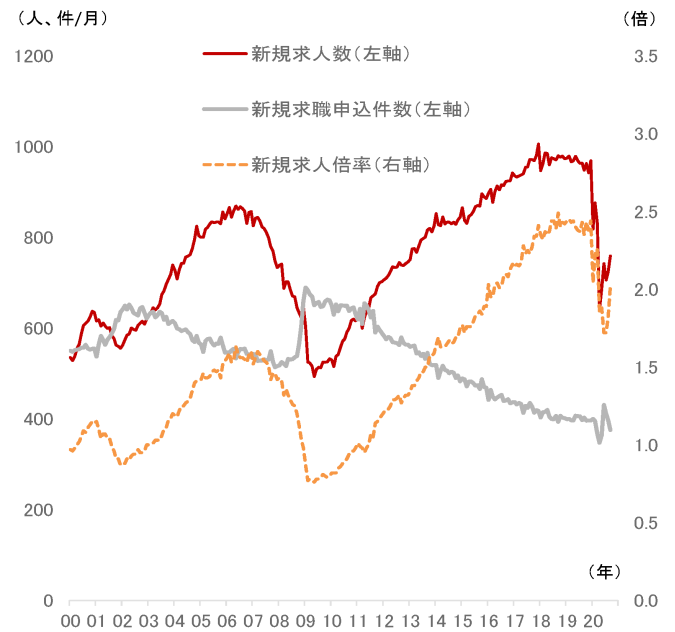
注: 製造業就業者数と非製造業就業者数は野村による季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 15: 休業者割合の推移



出所: 総務省資料より野村作成

図表 16: 新規求人倍率の分解



出所: 厚生労働省より野村作成

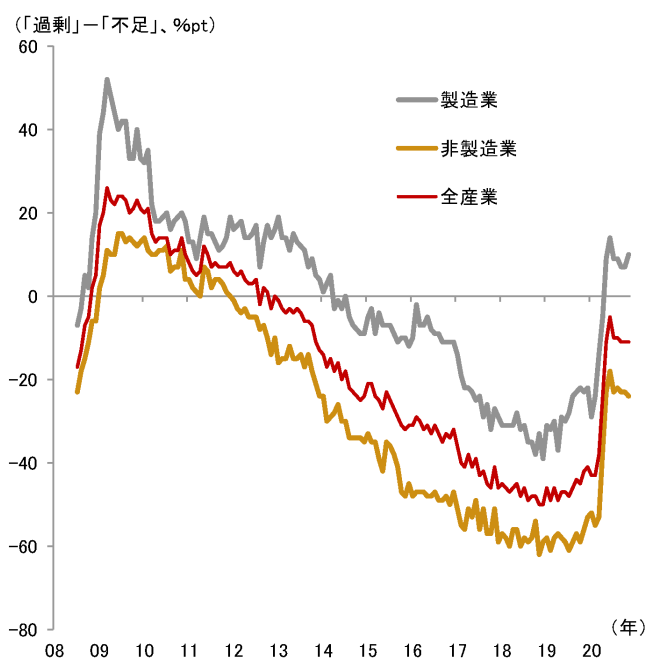
雇用の先行指標である新規求人人数も、4月に大幅減少した後はやや持ち直している(図表16)。QUICK短観雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」)は、4月に「不足」感が大幅に弱まる動きを見せたが、それ以降は横ばい圏内で推移しており、また依然として雇用が不足していると回答する企業の方が多ことを示唆している(図表17)。全体として、雇用環境の悪化は一服していると判断できよう。現時点では、今後雇用環境が大きく

悪化する兆候は確認されない。

その背景の一つとして、政府による雇用対策が挙げられよう。事業者の都合で従業員に休業を要請する場合、企業は従業員に休業手当を支給する必要がある。企業にとっては休業しても従業員に対する手当は支給しなければならず、負担を避けようとするれば解雇が増える可能性がある。それを防ぐために雇用調整助成金の制度が存在するが、通常は休業手当の最大66%程度の助成にとどまり、休業しても企業の負担が残るのは変わらない。そこで政府はコロナ禍を受け、助成割合を最大100%とする特例措置を用意している。当初は期限が9月末までとされていたが、8月には12月末まで延長することが決まった。

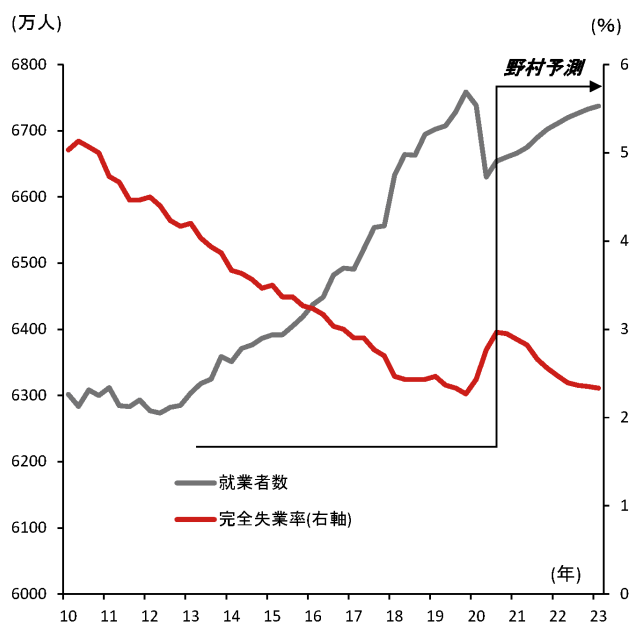
10月以降コロナの感染拡大が進み、一部の自治体では自粛要請を発令する動きがみられているなかで休業件数の増加と共に雇用調整助成金の申請件数が増加する可能性は否定できない。10月30日付産経新聞オンラインによれば20年第3次補正予算編成の一つとして雇用調整助成金の特例措置の延長も検討されている。特例措置延長が正式に決定された場合、自粛要請発令による雇用環境の悪化は免れよう。

図表 17: QUICK短観の雇用人員判断DI



出所: QUICK短観より野村作成

図表 18: 就業者数と完全失業率の見通し



出所: 総務省資料より野村作成、予測は野村

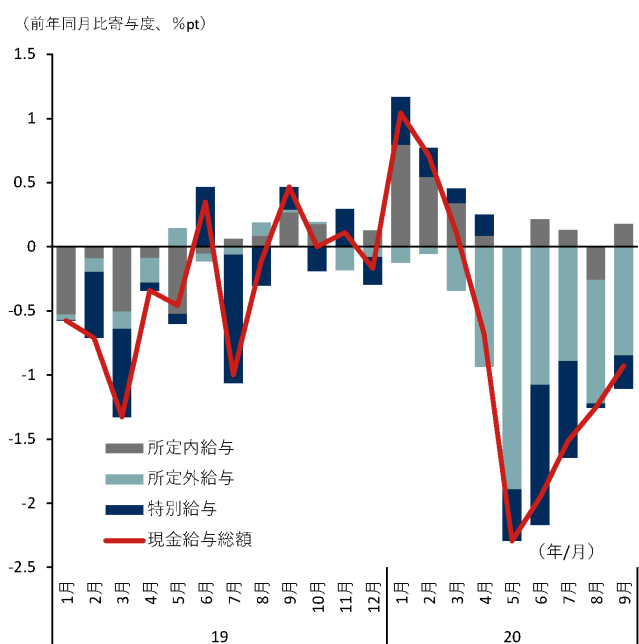
雇用環境の回復ペースは緩やかになると予測

もちろん、7-9月期のGDPが高めの伸びを見せたように、緊急事態宣言が解除された後経済活動水準が上昇している点も、雇用下げ止まりの背景であろう。ただし、需給ギャップはいまだに大きく、企業が積極的に雇用を増加させる局面には至っていないのではないかと。前述のように、先行指標である新規求人数は下げ止まってはいるものの明確な増加に転じたとは言いにくい。消費者態度指数の雇用環境についても、上昇はしているが依然としてリーマンショック時以来の低水準にある(図表26)。雇用環境は20年中には明確な回復を見せず、回復が本格化するのには21年に入ってからと予想する(図表18)。

残業代に当たる所定外給与の増加で賃金は持ち直し

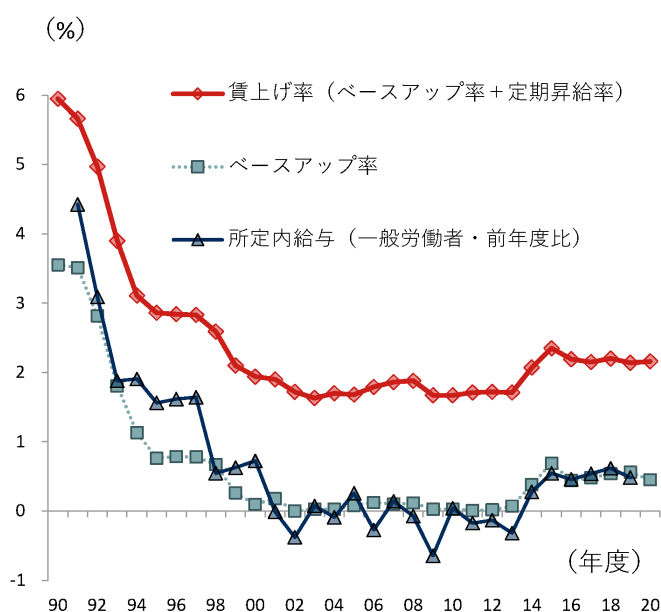
一人当たり賃金については、このところ持ち直しが進んでいる。名目現金給与総額は5月に前年同月比-2.3%と大幅な落ち込みを見せたのち、6月は同-2.0%、7月は同-1.5%、8月は同-1.3%、9月は同-0.9%と徐々に減少幅が縮小してきている(図表19)。生産活動の再開に伴い、残業代を含む所定外給与が持ち直していることによるものだ。所定外給与は、5月に新型コロナウイルス感染拡大前に当たる19年10-12月期に比べて7割程度の水準まで落ち込んでいたものの、9月には9割弱まで回復してきている。

図表 19: 現金給与総額の前年同月比の要因分解



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

図表 20: ベースアップ率と所定内給与

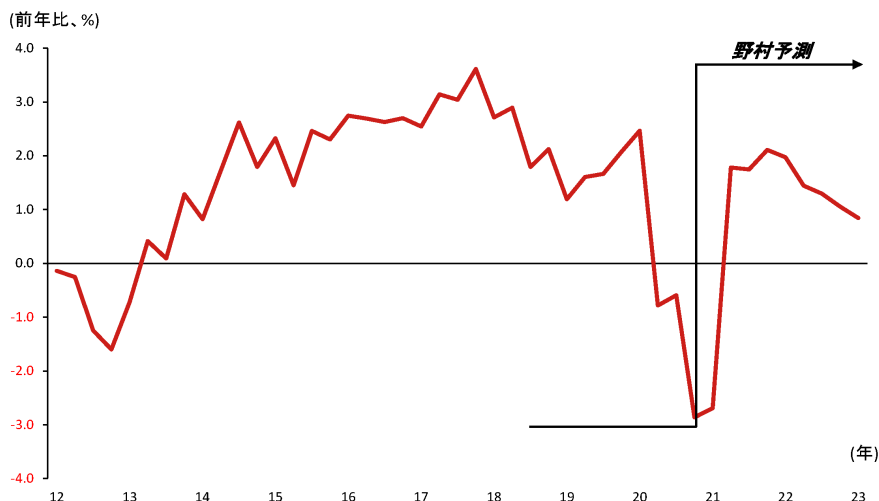


注: 1. 本調査の調査対象は、連合傘下の労働組合。2. 賃上げ率は全て連合調査に基づく計数であるが、2013年以前のベースアップ率、定期昇給率は経団連の調査に基づき遡及している。3. 15年以降、賃上げ率のうち、ベースアップ分が明確に分かる組合の結果のみ示している。4. 18年度以降の所定内賃金は共通事業所ベース。
出所: 日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会、厚生労働省資料より野村作成

先行きについて、今後更に経済活動水準が上昇してくれば、主に所定外給与の増加により一人当たり賃金はさらに回復してくるだろう。前年比で見れば減少がしばらくの間続くが、21年度には増加に転じると見込まれる。一方で、基本給についても考える必要がある。本年春闘におけるベースアップ(ベア)率は、日本労働連合会の第7回集計(7月2日に集計、7月6日公表)時点において0.5%であったが(図表20)、現在の経済状況を考慮すれば21年春闘(春季生活闘争)におけるベアは20年に比べ低下する可能性が高い。

以上を踏まえ野村では、20年度の一人当たり現金給与総額は前年度比-1.4%と減少し、21年度はその反動を受けて同+1.3%、22年度は同+0.6%と緩やかな増加を見込んでいる。雇用者数×一人当たり賃金で計算した家計部門の「総賃金」は、20年度に前年度比-2.5%、21年度に同+1.8%、22年度に同+1.2%と試算される(図表21)。

図表 21: 家計の総賃金(雇用者数×一人当たり賃金)の見通し



出所: 総務省、厚生労働省資料より野村作成、予測は野村

(6) 個人消費の正常化への過程は緩慢

20年7-9月期の個人消費は4四半期ぶりに前期比増加

20年7-9月期のGDPベース実質個人消費は前期比+4.7%と、消費税引き上げ前に当たる19年7-9月期以来4四半期ぶりに増加に転じた(図表28)。当四半期の増加の大部分は、緊急事態宣言解除後の6月に個人消費が大幅に回復したことで発射台が高くなっていることによるものであり、月次の消費関連指標を見る限り7月以降は一進一退となっている(図表22)。20年7-9月期の水準回復は4-6月期に落ち込んだ分の半分強を取り戻した格好だ。

7-9月期の個人消費の増加は、財向け支出がコロナ前の水準まで回復したことによるところが大きい。実質小売販売額(季節調整値、実質化は野村による)は、6月に前月比+13.1%と大幅に増加した後、7月は同-3.4%、8月は同+4.6%、9月は同-0.1%と一進一退の動きが続いていた(図表22)。とはいえ均してみれば、7-9月期の水準はコロナ前に当たる19年10-12月期の水準と同程度である。内訳をみると、4-6月期に大きく減少していた衣料品、家電、自動車等の販売持ち直しが目立っていた。緊急事態宣言発出期間中に控えられていたpentアップ(繰越)需要や在宅勤務の長期化を見据えた巣ごもり需要が顕在化したと考えられる。

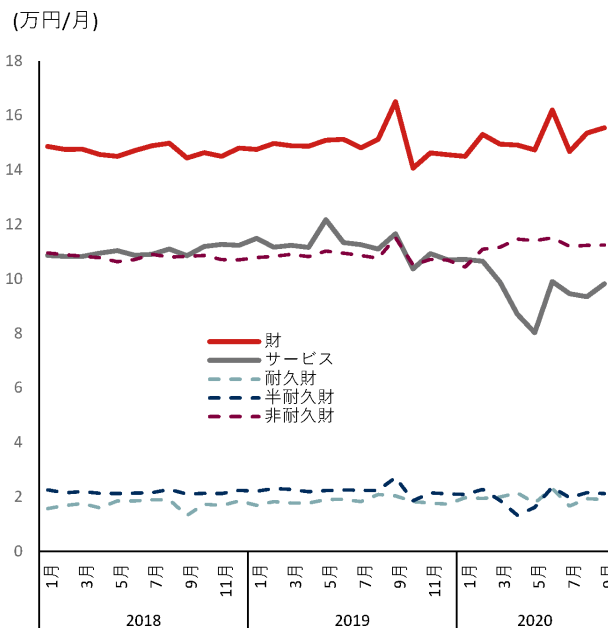
一方で、サービス向け支出は財向け支出に比べてコロナ前の水準への回復が遅れている。家計調査におけるサービス向け支出は、20年9月時点でコロナ感染拡大前に当たる19年10-12月平均の9割程度の水準だ(図表23)。他の業界統計をみても、外食産業売上高は7月の前年同月比-15.0%に対し9月は同-14.0%、国内旅行取扱高も7月の同-78.4%に対し9月は同-62.8%と引き続き前年水準を下回っている。言い換えると、今後の個人消費の正常化への過程においては、サービス向け支出に増加の余地が残されていると言えよう。

図表 22: 実質家計消費(除く住居)、実質小売販売額と実質消費活動指数



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

図表 23: 財・サービス向け支出別支出金額推移



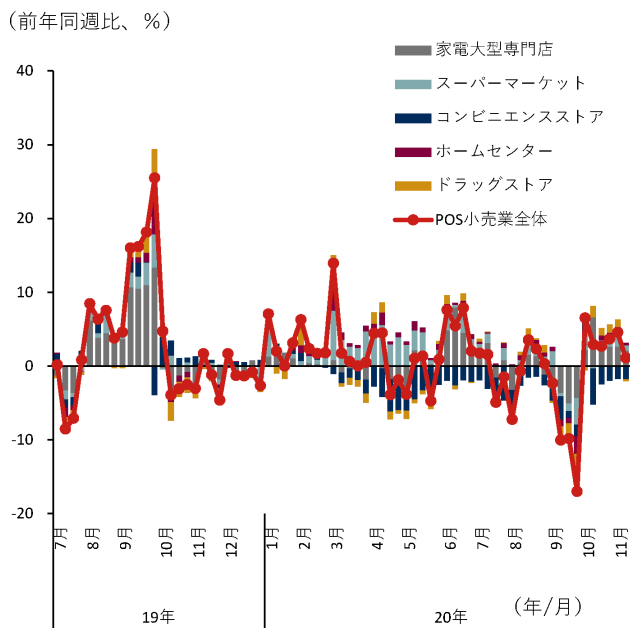
注: 野村による季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

10-12月期の個人消費は感染第三波の影響から一旦足踏みする見込み

既に公表されている10月の消費関連指標をみると、スーパーや家電量販店の売上動向を週次で確認できるMETI POS小売販売額指標は10月に前年同月比+3.7%と増加したが、これは前年同月に消費税引き上げの影響で消費が落ち込んでいたことの反動を含んでいる点に注意したい。そこで、2年前の同月と比較すると0.3%程度減少した計算になり、9月に2年前比で3.3%程度増加していたことと比較した場合停滞感が否めない(図表24)。一方、大手百貨店の売上高から独自に推計した10月の全国百貨店販売額(野村による季節調整)は前月比+8.0%、新車販売台数(野村による季節調整)は同+11.0%と明確に増加しており、10月の財向け支出指標はまちまちの動きをしている(図表25)。

気になるのは、サービス向け支出の動向だ。NTTドコモ モバイル空間統計の10月の人口増減率を見ると、9月と比較して緊急事態宣言前比での増加幅が拡大しており、人々の外出頻度が高まっていた様子が確認できる(図表27)。10月からGo To Eatキャンペーンが段階的に開始されたことなどが影響していると考えられ、ひとまず10月のサービス向け支出は前月比増加を続けると見込まれる。

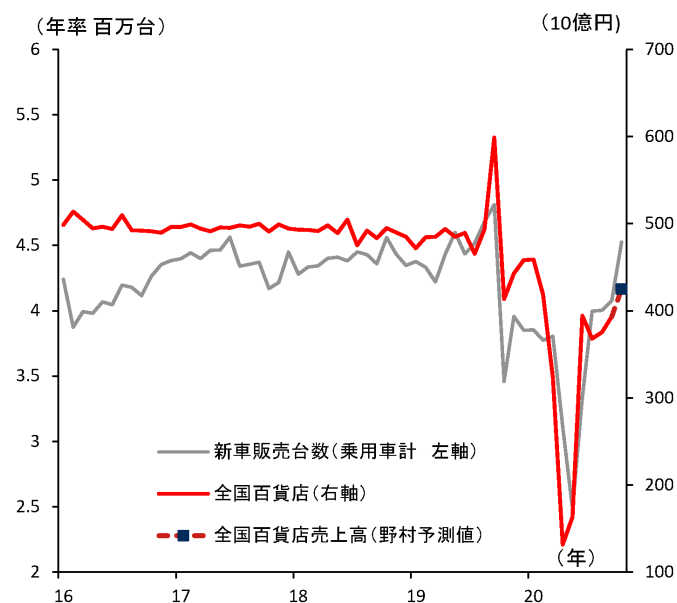
図表 24: 業態別小売販売動向(週次ベース)



注: METI POSの小売販売額指標の業態別販売指数について、商業動態統計の業態別の小売販売額ウエイト(2018年平均)を用いて加重平均を取った数値を用いて作成。

出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 25: 百貨売上高・新車販売台数



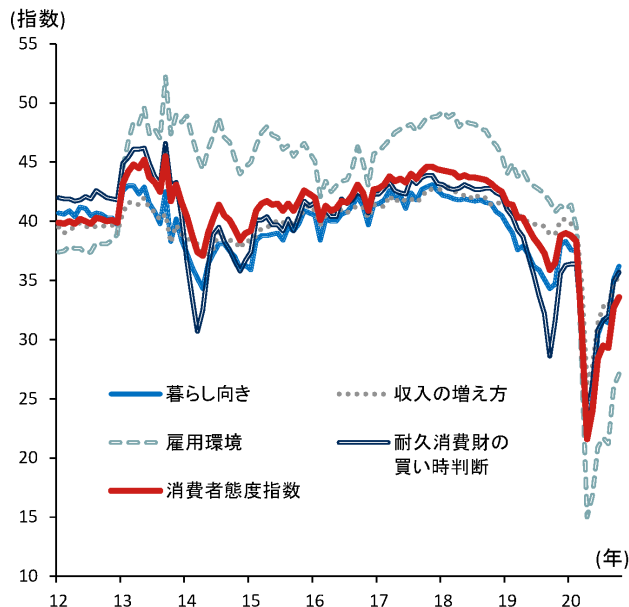
注: 野村による季節調整値を使用。20年10月の全国百貨店売上高は、大手百貨店の10月売上高速報値に基づく野村予測値。

出所: 日本百貨店協会、日本自動車販売協会連合会資料より野村作成

とはいえ消費センチメントは伸び悩んでいる。10月の消費者態度指数は33.6と前月差+0.9pt上昇したが、9月に同+3.4pt上昇したことと比較して小幅である(図表26)。内訳をみると、特に雇用環境についての判断が弱気であることが目立つ。前章で触れたように雇用環境が大きな改善傾向に至らず小康状態にあることが、消費者の先行き不安の背景の一つにあると考えられよう。

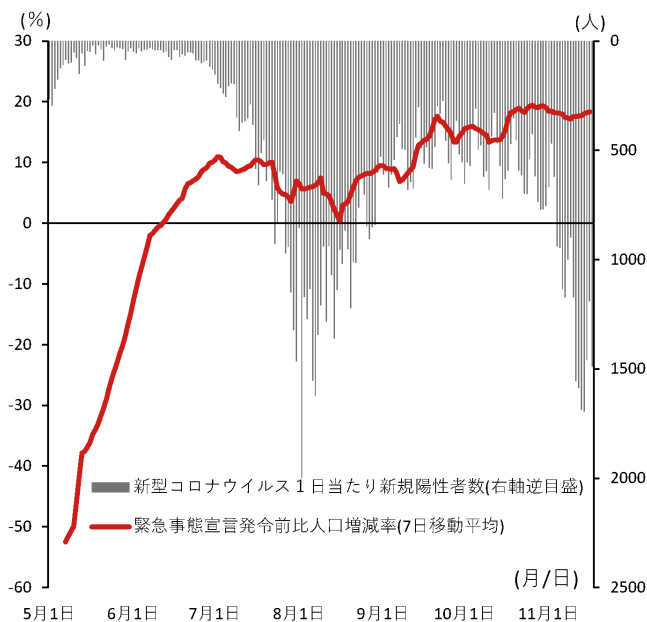
また、10月後半から新規陽性者数が増加してきていることも、消費者にとっては懸念材料であろう(図表27)。既に一部の自治体では危機感を強めている。例えば10月19日に青森県弘前市が市内の飲食店に休業協力を要請、10月27日には沖縄県が「沖縄コロナ警報」を発表、11月17日には北海道が札幌市のみを対象に不要不急の外出自粛を要請した。全国規模での自粛要請等は出されていないが、現時点での感染状況を踏まえると今後他の複数の自治体からも自粛要請が出される可能性は高いと野村ではみている。こういった動きは特にサービス向け支出を中心として冬場の個人消費に重石となる。

図表 26: 消費者態度指数の内訳



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 27: 一日当たり新規陽性者数と人口増減率の関係



注: 緊急事態宣言発令前比人口増減率は、NTTドコモ モバイル空間統計にある全国各地の緊急事態宣言前比人口増減率を2017年都道府県別県内総生産(生産側、実質:連鎖方式)をベースにした都道府県別ウェイトで算出した加重平均。

出所: NTTドコモ、WHO資料より野村作成

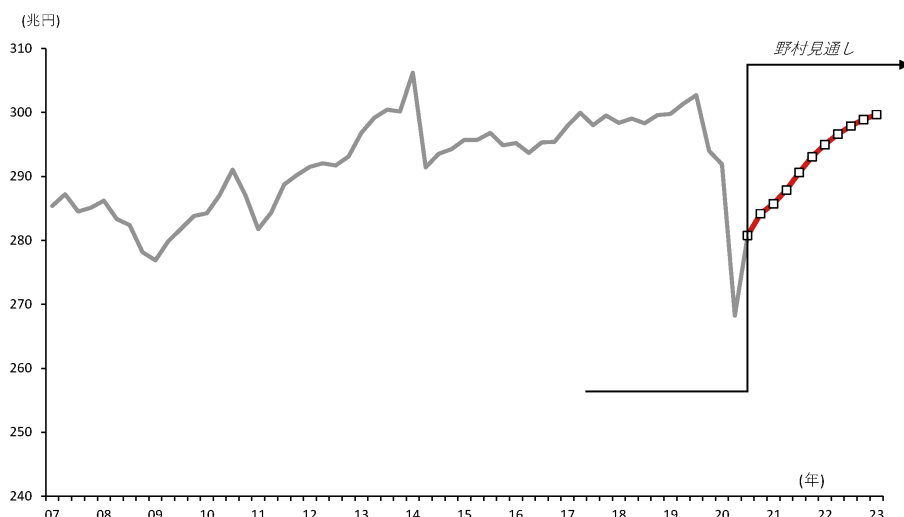
個人消費正常化への経路

現在生じている感染第三波がいつ落ち着くか見極めるのは難しいが、夏場の第二波の経験を振り返ってみよう。6月末から新規陽性者数が増加し始め、7月に大きく加速したあと、7月末・8月初めにいくつかの自治体で自粛要請が出されたのとほぼ同時に新規陽性者数が減少に転じた。冬場についても同様のパターンを想定した場合、年内は自粛要請を受けて消費活動は一時的に停滞するが、年明け以降感染拡大が収束し自粛制限が緩和されることで再び持ち直す展開を想定できる。

その後の個人消費の回復ペースについては、コロナの感染状況やワクチンが供給されるタイミングにもよるが、基本的には感染防止策を行いつつ、消費水準は緩やかに上昇していこう。11月10日付日本経済新聞電子版によれば、米ファイザー社は日本で治験結果に基づいて供給の承認が受けられた場合、2021年1~6月に1億2千万回分のワクチン(一人当たり2回の接種が必要であることから、国内総人口の約半数相当が対象)を供給する方針を示している。

このようなワクチン供給が始まれば、21年後半から消費の伸びがやや強まろう。野村では20年度のGDPベース実質個人消費は前年度比-5.9%と大きく減少した後、21年度は同+4.2%、22年度は同+2.3%と増加し、22年度後半にはコロナ前の水準に到達すると見込んでいる(図表28)。

図表 28: 実質民間最終消費支出の見通し



出所: 内閣府資料より野村作成、予測は野村

(7) 住宅着工は底入れ、緩やかな回復局面へ

20年7-9月期の実質住宅投資は前期比-7.9%と大きく減少した。住宅投資に先行する住宅着工戸数(以下、着工)は雇用所得の減少や緊急事態宣言を受けて住宅展示場への来客数が減少した結果、4-6月期に前期比-7.3%と大きく落ち込んだ。着工の大幅な減少が一四半期遅れて住宅投資に現れたのだろう。

一方、7-9月期の着工をみると、前期比+2.6%と底入れの動きが見られる。また、着工に先行する大手住宅メーカーの受注動向(以下、受注)をみると、6~10月にかけて持ち直しており(図表29)、10-12月期の着工も前期比増加が続くことを示唆している。新型コロナの感染防止と住宅販売の両立はある程度成功していることが窺える。

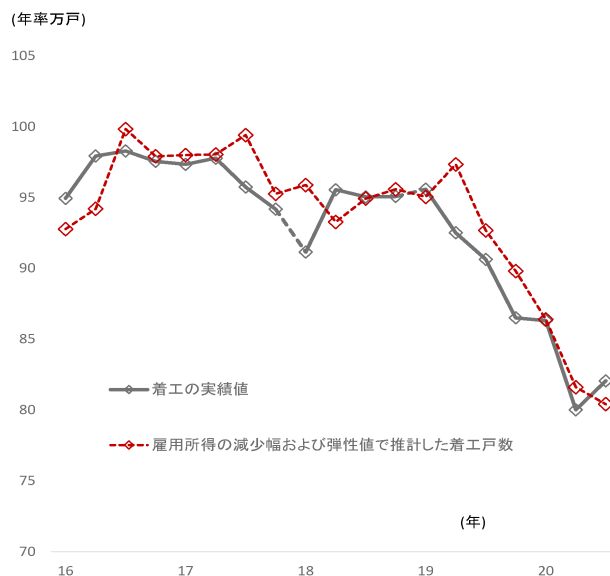
住宅着工の先行きをみる上でポイントとなるのは雇用所得環境の改善だろう。住宅着工関数を推計し、着工の総賃金(雇用者数×賃金)弾性値を用いると、4-6月期における着工の減少の多くを総賃金の減少で説明できる(図表30)。野村では、着工は雇用所得環境の改善に伴って21年度後半まで緩やかな増加を続けると予想する。22年度以降は、人口減少に伴う世帯数増加ペースの減速に合わせて着工は緩やかな減少トレンドを辿ると予想する。実質住宅投資は着工に1四半期程度遅れる形で20年度に前年度比-9.0%と大幅に減少した後、21年度に同+3.2%、22年度に同-2.3%になると予測する。

図表 29: 住宅受注と着工



注: 各社住宅受注は大和ハウス工業と積水ハウスの月次受注の変化率を各社の売上高で重みづけをした加重平均値。
出所: 国土交通省、大和ハウス工業、積水ハウス資料より野村作成

図表 30: 着工実績値と総賃金減少と弾性値による推計値



注: 赤点線は実質総賃金の減少幅に下記推計式の雇用所得弾性値を乗じた数値を用いて作成
住宅着工関数の推計式: $\ln(\text{着工戸数}) = 1.9 \times \ln(\text{実質総賃金}) + 0.5 \times \ln(\text{世帯数の変化数}) - 0.1 \times (10\text{年国債利回り}) - 0.3 \times (\text{リーマンショックダミー}) - 0.1 \times (\text{震災ダミー}) - 0.01 \times (\text{消費増税ダミー})$
自由度調整済み決定係数: 0.94、推計期間は2000~2018年
出所: 国土交通省、内閣府資料より野村作成

(8) 次期国土強靱化計画により公共投資は増勢維持へ

次なる国土強靱化計画は5年で12兆円規模

7-9月期の実質公共投資は、前期比+0.4%となった(QUICK調査による市場コンセンサスは同+0.7%)。公共投資の先行指標とされる公共工事前払金保証統計(前払金統計)や建設工事受注動態統計(受注動態統計)などを見る限り、この7-9月期の公共投資はもう一段高い伸びとなってもおかしくなかった(図表31)。実際、QUICK調査における各社予測は同-0.2%~同+1.9%に分布しており、高めの伸びを期待する向きも見られた。

前払金統計・受注動態統計に比べGDPベース公共投資がやや低い伸びとなったのは、基礎統計である建設総合統計の9月分(11月18日公表)、が未反映だったからであろう。前払金統計や受注動態統計と整合的に、9月の建設総合統計・公共の出来高は前月比+1.7%(野村による季節調整値)と大きめに増加しており、12月8日公表予定の7-9月期GDP統計・2次速報では、公共投資が上方改定される可能性が高い。人手不足による供給制約が常に懸念される公共投資であるが、直近は出来高が伸びる中で手持ち額が減少しており、供給制約によって伸びが抑制された可能性は低い(図表32)。なお、今回の二次速報では、年に一度の確報化に加え、5年に一度の基準改定が同時に行われる。そのため、公共投資の伸び率の改定動向は解釈が難しい点に注意が必要である。

10-12月期にかけて、公共投資は加速が予想される。これは、19年度補正予算と20年度「臨時・特別の措置」に計上された公共事業関係費が景気浮揚効果を発揮するためである。2021年1-3月期までの公共投資は高水準を維持すると予想する。

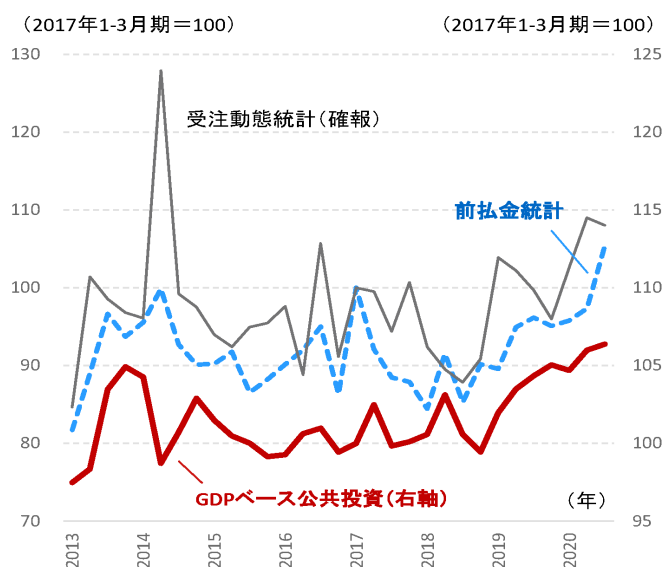
それ以降の公共投資は、やや減速するだろう。20年度は既に二度の補正予算が成立

しているが、いずれもコロナ対策のための予算措置が主眼であり、公共事業関係費の追加計上はほぼゼロであった。補正予算等による上積み部分が解消されることで、21年4-6月期ごろに公共投資は一旦減速する可能性が高い。

他方、政府は20年度第三次補正予算と21年度本予算の編成作業を進めている。日本経済新聞(11月11日付)の報道によれば、12月中旬ごろに政府案が閣議決定され、年明けの通常国会で成立する見込みである。第三次補正予算の規模はまだ流動的であり、10兆円~40兆円と規模感には不確実性がまだ大きい。20年度予算の予備費が7兆円強残存していることをはじめ、既存のコロナ関連施策にはまだ予算上の余裕があるものも散見されることから、予算規模がどこまで膨張するかには注意が必要であろう。

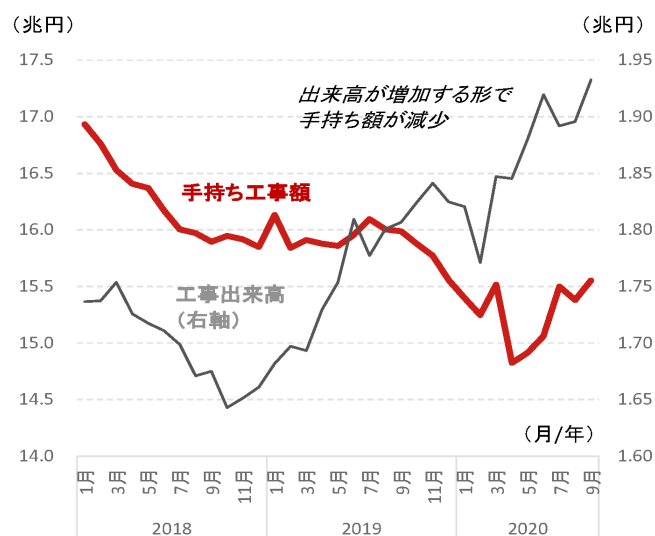
なお、補正予算の内容はまだ詳らかになっていないが、(A)コロナ感染拡大の防止、(B)経済構造の転換・好循環の実現、(C)国土強靱化の三つが柱となる見込みである。このうち、公共投資の観点から重要なのは(C)国土強靱化である。日本経済新聞の報道(11月18日付)によれば、政府は20年で期限を迎える「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」(事業規模7兆円程度)の後継として、5年で12兆円規模の新たな国土強靱化計画を策定するとのことである。野村では、第三次補正予算に公共事業関係費が2兆円程度盛り込まれると想定してきたが、概ねその見方に沿った動きと言えよう。21年4-6月期ごろにかけて公共投資は一度減少に転じるものの、その後は再び緩やかな増加基調に復すると予想する。

図表 31: 実質公共投資と先行指標の推移



注: 前払金統計、受注動態統計は名目値、GDPベース公共投資は実質値。いずれも野村が独自に季節調整を施している。
出所: 内閣府、国土交通省、東日本建設業保証株式会社資料より野村作成

図表 32: 公共事業の工事出来高と手持ち額



注: いずれも野村独自の季節調整値。
出所: 国土交通省資料より野村作成

医療需要の回復とGo Toで加速した政府消費

実質政府消費は、前期比+2.2%と大幅に増加した(QUICK調査による市場コンセンサスは同+0.7%)。政府消費はGDPの20%程度を占める巨大な需要項目であるが、今回のように大きく変動するのは珍しい。実際、今回の変動幅は、1987年1-3月期(同一2.3%)以来の大きさである。

7-9月期の政府需要が大きく増加した背景としては、(1)医療需要の回復と、(2)Go To

トラベル事業による押し上げが挙げられる。(1)医療需要の回復は、4-6月期に不要不急の医療受診が差し控えられたことの反動である。コロナへの感染を懸念した人々は、病院など感染リスクの高い場所への外出を避けていた。経済活動の再開に伴って人々の医療受診が再開されたことで、7-9月期の政府消費を大きく押し上げたようだ。(2)Go Toトラベル事業は、7月末から9月末にかけて合計1,099億円の割引支援を行った。政府による予算措置額が1.35兆円であることを考えると予算執行ペースは緩慢であるが、政府消費に対しては前年同期比+0.4%ポイント程度の押し上げ効果があったとみられる(Go Toトラベル事業に割り当てられた1.35兆円は事務経費等を含むベースである点に注意)。

政府消費は、通常、高齢化に伴う医療需要の増加による傾向的な動きを見せる。そのため、景気循環に影響を与えることは少ない。しかし、目先では二つの要素が政府消費を駆動するだろう。

第一に、Go To事業がある。Go To事業は四つのキャンペーンで構成されており、総額で約1.7兆円が予算として計上されている(図表33)。そのうちトラベル事業はいち早く7月下旬から開始したが、それ以外の事業は10月に入ってから事業が開始された。そのため、今回7-9月期にかけて政府消費の押し上げ要因となったGo To事業は、10-12月期にかけても引き続き政府消費に対する押し上げ要因となる可能性が高い。もっとも、足元でコロナの陽性者数が再び増加しつつあることから、10-12月期にかけてのGo To事業の押し上げ効果は抑制的なものになるだろう。Go To事業は21年1月末に概ねすべての事業が終了する予定であるが、政府は第三次補正予算で事業期限を延長する見込みである。野村では、21年5月上旬までGo To事業の期限が延長されると想定して、今回の経済見通しにその経済効果を反映させている。

第二に、ワクチン供給に必要な費用がある。日本政府は、各国の製薬企業等と既に契約を進めており、21年前半までの接種開始を目指している。接種の際に掛かる費用は全額を国が負担する方針が示されており、既に20年度予算の予備費が6,700億円程度充てられている。この6,700億円程度の費用は医療行為の現物給付と考えられることから、政府消費に計上される可能性が高い。そこで、今回の経済見通しでは2021年4-6月期以降にワクチン接種による政府消費押し上げ効果を織り込むこととした。なお、ワクチンを接種しても生涯にわたる免疫を確保できない場合には、政府は追加的な接種費用を計上する可能性がある。この部分も政府消費を押し上げる可能性がある点に注意する必要がある。

これら二つの要素は、短期的に政府消費を押し上げる。しかし、政府消費の基調はあくまで中長期的な医療需要のトレンドで決まる面が強い。そのため、今回の見通しでは22年中頃にかけて、政府消費が元のトレンドに回帰する姿を想定している(図表34、35)。第三次補正予算や21年度予算の内容次第では、政府消費には更なる上方改定余地がある点には注意しておきたい。

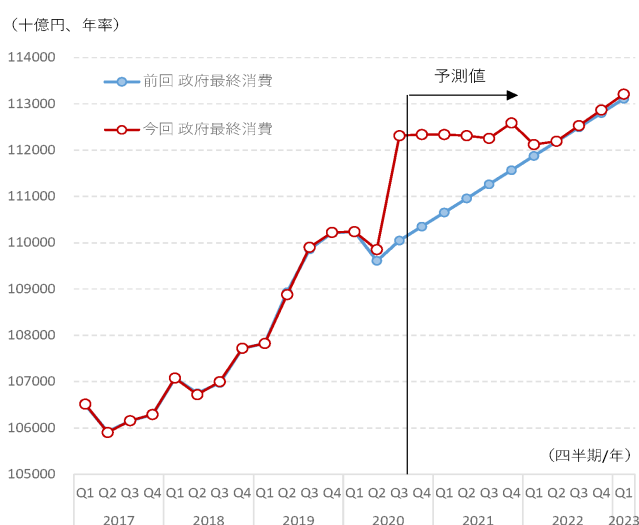
図表 33: Go To事業の概要と野村想定

事業	予算額(億円)	事業期間	備考
予算総額	16,794	-	事務費用を含む。
トラベル	13,542	7/22~1/31	事務費用を含む。東京都は10月1日から対象に追加。
イート(総額)	2,003	-	事務費用を含む。
イート(食事券)	868	10/1~	給付金のみ。各都道府県で順次開始、東京都は11/20スタート。
イート(オンライン予約)	616	10/1~	給付金のみ。11/10時点で400億円程度の利用があり、11月中にも終了の可能性。
商店街	51	10/19~2/14	事務費用を含む。
イベント	1,198	10/29~1/31	事務費用を含む。

注: 予算額は7月17日付共同通信記事より引用。内訳の合計が予算総額と一致しない点に注意。

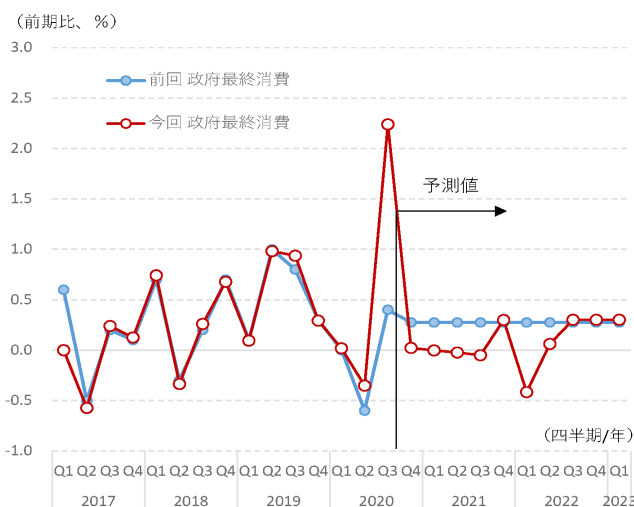
出所: 財務省、国土交通省、農林水産省、各種報道より野村作成

図表 34: 実質政府消費の見通し(季節調整値、政府消費額の水準)



出所: 内閣府、野村

図表 35: 実質政府消費の見通し(季節調整値、前期比伸び率)



注: 「前回」は9月8日の経済見通し改定時点の計数。

出所: 内閣府、野村

(9) コアCPIインフレ率は21年1-3月期に底打ち、その後は緩やかな上昇を予想

7-9月期のコアCPI実績は野村予想比上振れ

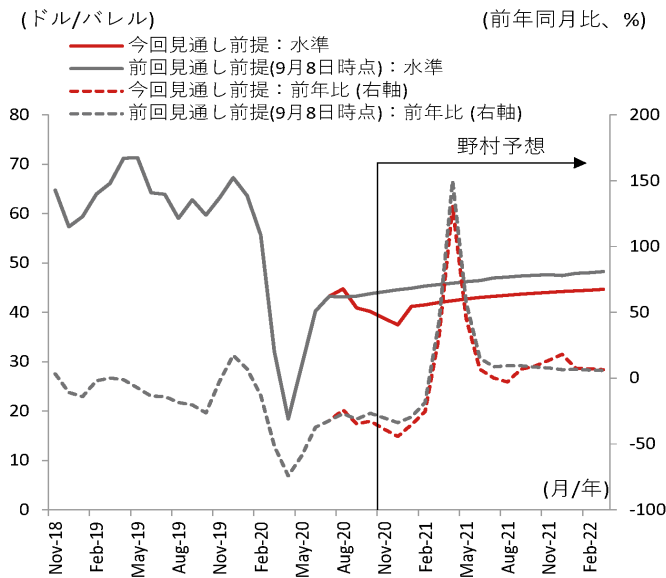
20年7-9月期のコアCPIインフレ率(消費者物価指数:生鮮食品を除く総合)は前年同期比-0.5%(2019年10月の消費税率引き上げ及び、2019年10月からの幼児教育無償化、2020年4月からの高等教育無償化の影響を除いた値、以下同じ)と、20年4-6月期の同-0.4%から低下率を小幅に拡大させた。前回(9月8日時点)の野村の想定(同-0.7%)よりも上振れたのは、エネルギー価格が想定以上に上昇したためである。世界的に景況感が改善したことにより原油価格が一時的に上昇したことで、ガソリン価格が上昇したことが背景として考えられる。また、8・9月のガソリン価格の上昇には、Go Toトラベルキャンペーンが開始したことに相まって、コロナ禍でも感染を防ぎながら旅行ができるドライブ需要が加速したことが寄与した可能性もあろう。

エネルギーは21年1-3月期まで低下率を拡大させるが、その後は緩やかに上昇

一方、その後原油価格は再び低下しており、野村では今回、原油見通しの前提を引き下げた(図表36)。原油価格の下落は電気代やガス代に時間差をもって影響する傾向にあることから、エネルギー価格は21年1-3月期まで前年比下落率を拡大させると見込まれる(図表37)。ただし、エネルギー価格の前年比伸び率は、21年4-6月期には、

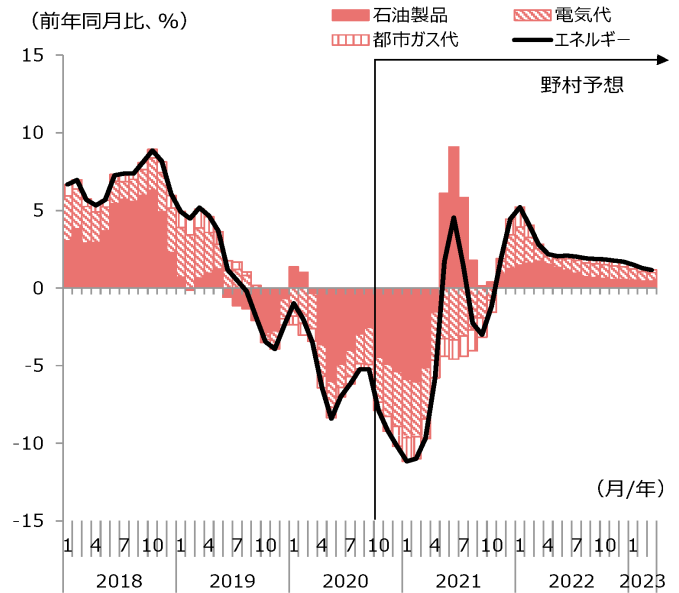
一時的とはいえプラスに転じる公算が大きい。20年4-6月期に大きく低下していた反動に加えて、コロナ禍を受けた原油価格下落の影響が前年比ベースで一巡していくためだ。21年7-9月期には、20年7-9月期の一時的な上振れの反動が反映され、エネルギー価格は再び同マイナスになると見込まれるものの、その後は緩やかに上昇していくと見込まれる。

図表 36: 北海ブレント原油価格の想定



出所: ブルームバーグ、野村

図表 37: エネルギー品目の推移

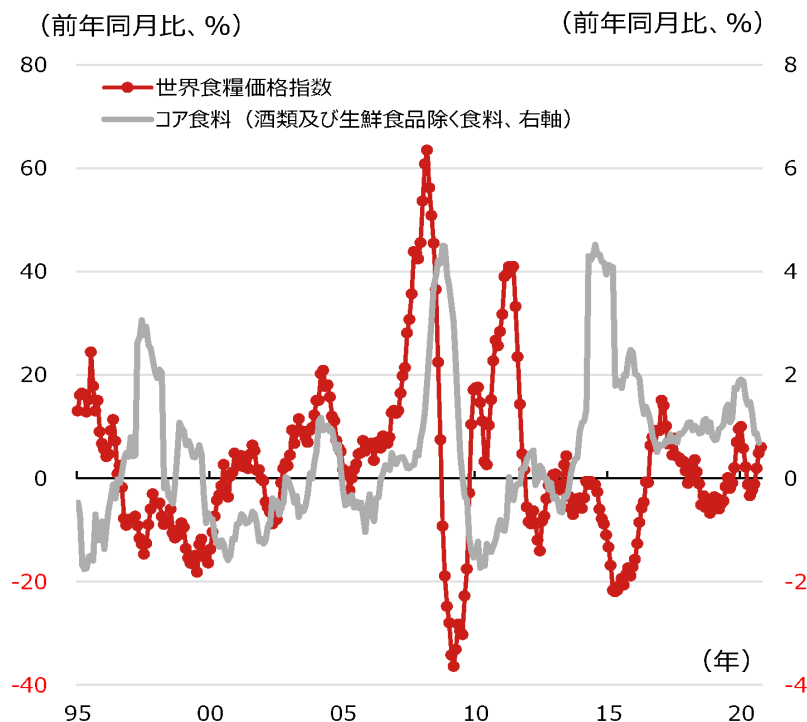


出所: 総務省資料より野村作成

コア食料価格は底打ちを予想

7-9月期のコア食料価格(酒類及び生鮮食品を除く食料)は、9月8日時点の野村見通しの想定以上に低下した。一方、FAO(国際連合食糧農業機関)が公表する世界食糧価格指数は、5月の前年同月比-3.4%を底に、その後は直近の10月の値まで伸び率上昇が続いている(図表38)。コア食料価格は世界食糧価格指数に数カ月程度遅行して動く傾向があることから、先行きコア食料価格も上昇し始める可能性が高いと野村では見ている。

図表 38: コア食料物価(酒類及び生鮮食品除く食料)と世界食糧価格指数



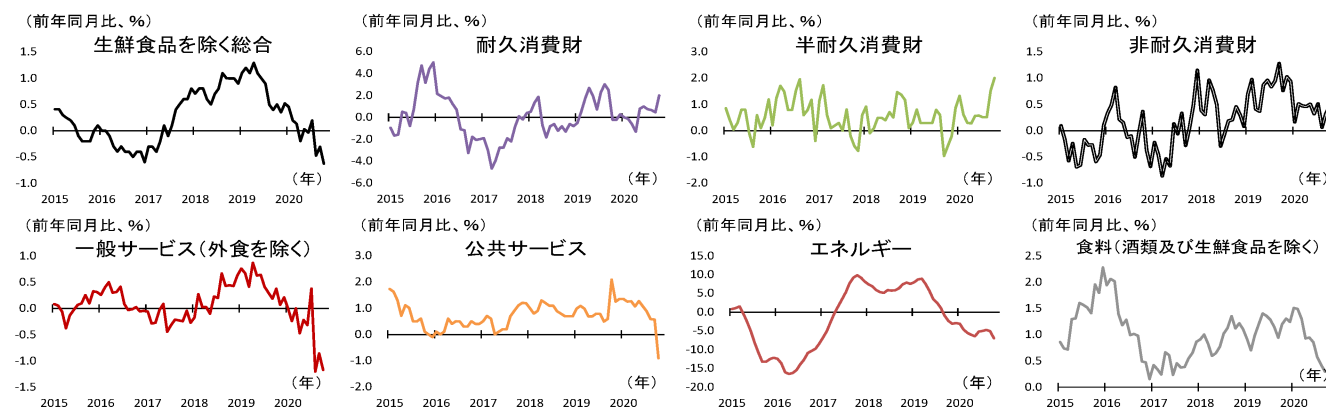
出所: 総務省、国際連合食糧農業機関資料より野村作成

コアコアCPIインフレ率は底堅い推移を見込む

コアコアCPI(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)については、7-9月期は概ね見通し通りであった。ただし、既に公表されている10月の東京都区部コアCPI(東京コアCPI)は、前年同月比のマイナス幅を拡大させたとはいえ、野村が予想していたほどではなかった。内訳を見ると、耐久消費財、半耐久消費財、非耐久消費財は前月から上昇しており、大きく低下した宿泊料(前年同月比の前月差: -0.14%)や火災・地震保険料(同: -0.07%pt)による低下を打ち消した(図表39)。

従来から野村では、過去の景気後退時の需給ギャップとコアコアCPIの関係と比べ、今回のコロナ不況では需給ギャップのマイナス幅拡大に対してコアコアCPIの低下幅は小さめになると見込んでいる。A)20年4-6月期の需給ギャップ拡大は唐突に訪れた上に、7-9月期にはGDPが大きく前期比増加に転じたことにより不況の期間が比較的短めであったこと、B)コロナ禍の景気落ち込みは感染を防止するための外出自粛が主な要因であり、値下げを行っても需要が増える余地が通常の景気後退時よりも小さい可能性、に基づく判断だが、この認識自体は維持できると考えている。しかし、10月東京CPIの結果は、野村が考えていた以上に需給ギャップに対するCPIの反応が小さいことを示唆したため、今回コアコアCPI部分の見通しを上方修正している。

図表 39: 財・サービス別の東京コアCPI(消費増税・教育無償化の影響除く)



注: コアCPIは生鮮食品を除く消費者物価指数。2014年4月、2019年10月の消費税率引き上げ及び、2019年10月からの幼児教育無償化、2020年4月からの高等教育無償化の影響を除く。

2.非耐久財は、総務省公表の「非耐久消費財」から「食料」「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」「灯油」「ガソリン」を除いたもの。ただし「酒類」は含まれている。

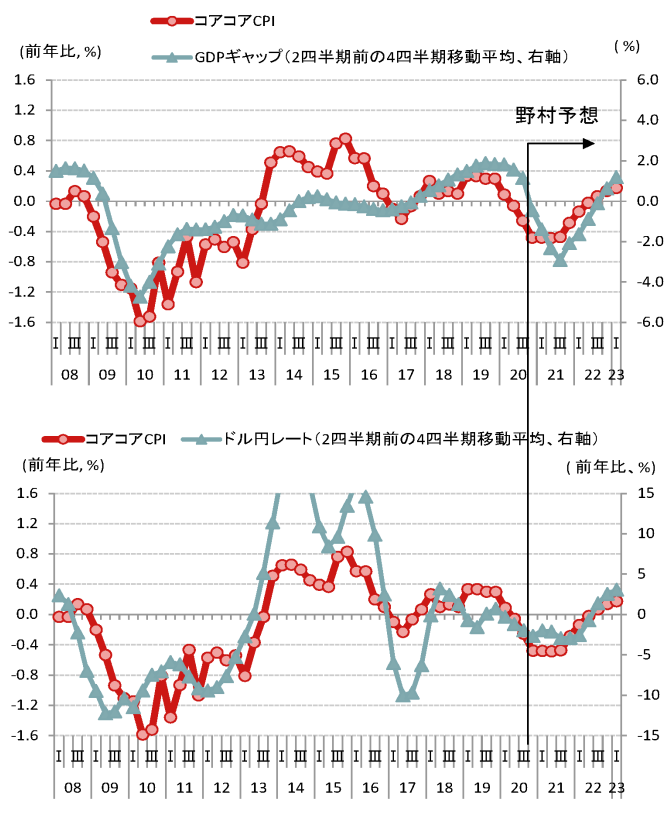
出所: 総務省資料より野村作成

Go Toトラベルによる20年度コアCPIへの押し下げ寄与は大きい

なお、政府はGo Toトラベルキャンペーンを7月22日から行っており、8月からCPIの宿泊料を押し下げている(図表41)。総務省によれば、同キャンペーンによって直近10月の東京CPI宿泊料は前年同月比-33.7%pt引き下げられたとされる。これにより、10月の東京コアCPIインフレ率は0.52%(=33.7%pt*宿泊料のウェイト148/コアCPIのウェイト9586)押し下げられたと計算される。全国CPIにおいては宿泊料のウェイトは東京よりも小さいものの、コアCPIは0.40%pt押し下げられる計算であり、無視できない大きさと言えよう。今後も、CPIの調査対象となっている宿泊業者のキャンペーン参加率が大きく変わらない限り、キャンペーン終了まで毎月同程度の影響が見込まれる。

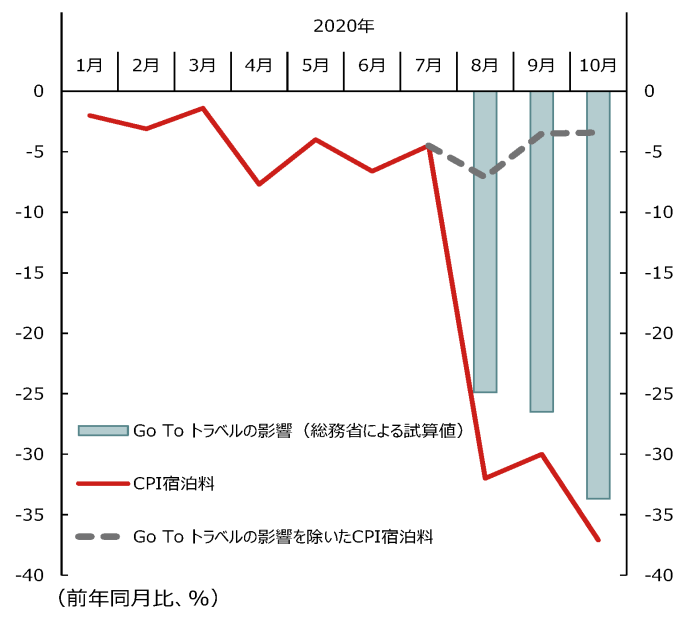
同キャンペーンの終了予定日は21年1月末であるが、感染第三波到来によって利用が抑えられれば、予算が残る可能性が見込まれる。その場合、消費喚起策としての効果をより高めるという理由からも、気温が高くなり旅行がしやすくなる春ごろまで延長することが自然な流れとなるのではないだろうか。以上より、野村の経済見通しでは、Go Toトラベルキャンペーンは5月上旬まで延長されるとの前提を置いた。20年度のコアCPIインフレ率には前年度比0.25%ptの押し下げ寄与、21年度にはキャンペーン終了後の反動を含め同0.18%ptの押し上げ寄与、22年度にも反動の影響が残り同0.07%ptの押し上げ寄与となろう。

図表 40: GDPギャップ、ドル円レートとコアコアCPI



出所: 日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 41: Go To トラベルキャンペーンの東京CPI宿泊料への影響



出所: 総務省資料より野村作成

CPI携帯電話通信料が下がるどうかは未だ不確実性が高い

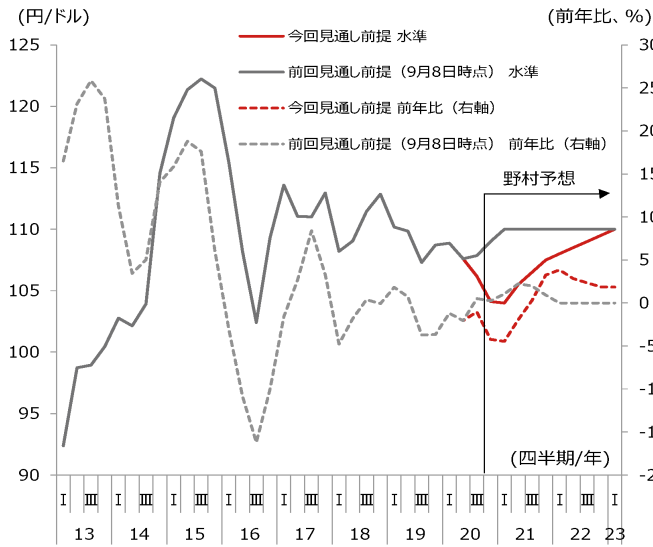
政府が注力している携帯電話通信料の値下げについては、仮に大手3キャリア全ての大容量プランの価格が3割下がったとしても、コアCPIへの影響は0.04%ptの低下寄与にとどまる。また、現段階では、新しい低価格プランの発表をしたのはソフトバンクとKDDIのみであることに加え、これらのプランはそれぞれサブブランド(Y!mobile・UQmobile)においての導入であり、対応している機種や販売店舗がメインブランドより限られていること等から、CPIに反映される「加入に制約条件のない割引サービス」とみなされるかどうかについては不明である。野村では、上述した2社の新プラン導入によってCPIの携帯電話通信料においてどの程度の影響が発現するかについては不確実性が高いことから、現時点でCPI見通しに反映させていない。

コアCPIインフレ率見通しを小幅に上方修正

野村では今回、為替前提を円高方向に修正している(図表42)。そのこと自体はCPIの下方修正要因であるが、足元のエネルギー価格の上振れや10月東京CPIの実績を重視した結果、今回の経済見通しではコアCPIインフレ率見通しを小幅に上方修正した。20~22年度のコアCPIインフレ率(消費増税、教育無償化の影響を含むベース)は、それぞれ前年度比-0.6%、0.1%、0.5%と予想する。

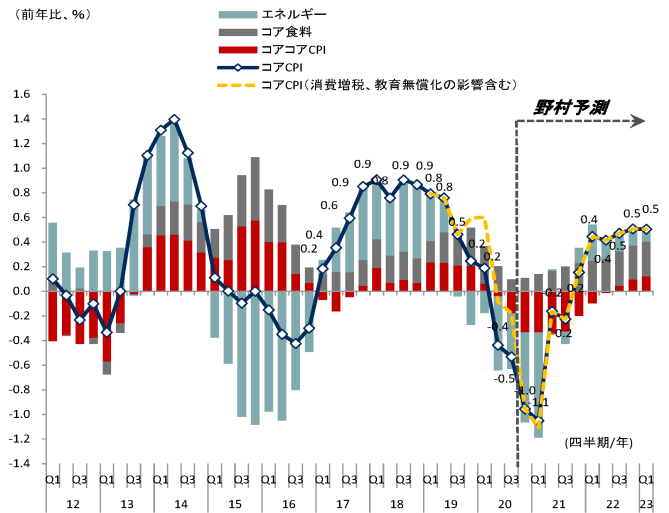
四半期ベースで見ると、コアCPIインフレ率は21年1-3月期までは、エネルギー価格の押し下げによる寄与を主因として、伸び率の低下を続けよう。21年4-6月期・7-9月期には、それぞれエネルギー価格が前年同期に急落・一時的に上昇、となった反動が表れると見込まれるが、コアCPIインフレ率はその後、緩やかに伸び率を高めていくと予想する(図表43)。

図表 42: 為替レート(期中平均)の想定



出所: ブルームバーグ、野村

図表 43: コアCPIインフレ率の見通し

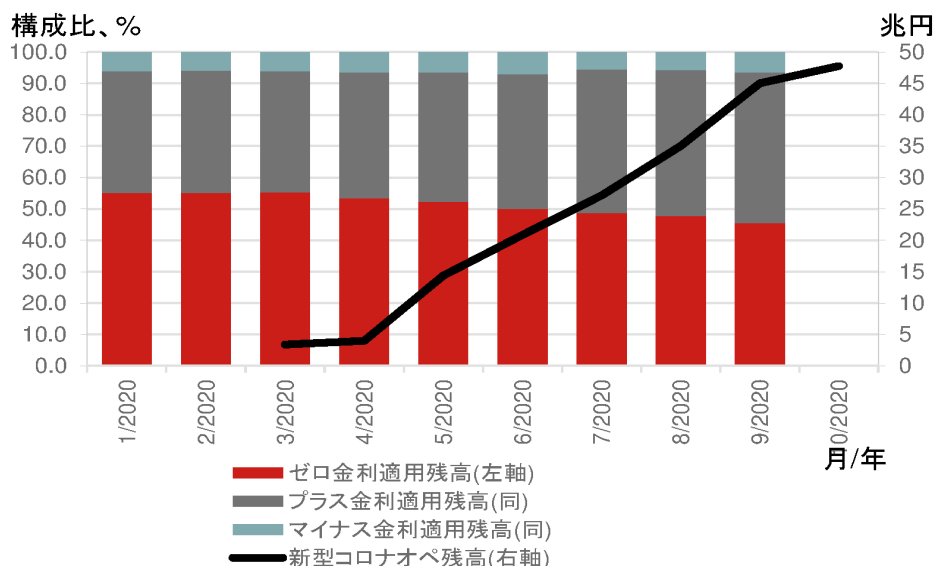


注: コアCPIは生鮮食品を除く消費者物価指数。2014年4月、2019年10月の消費税率引き上げ及び、2019年10月からの幼児教育無償化、2020年4月からの高等教育無償化の影響を除く。2.非耐久財は、総務省公表の「非耐久消費財」から「食料」「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」「灯油」「ガソリン」を除いたもの。ただし「酒類」は含まれている。
出所: 総務省資料より野村作成

(10) 金融政策はコロナ対応の効果を見極める段階

日本銀行は、20年4月の金融政策決定会合において長期国債の上限を定めない購入などの金融緩和強化策、同5月会合で中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入を伴う「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム(以下、新型コロナオペ、とする)」の総枠拡大と期間延長を決定したのち、金融政策の据え置きを続けている。特にコロナ禍に伴う経済活動の停滞や企業の資金繰り逼迫について、「市場安定と企業金融の支援に焦点を当てた現在の金融政策運営は効果を発揮(10月会合「主な意見」の一つ)」しており、その効果を見極める段階にあるとの判断が働いていよう。実際、日銀による新型コロナオペの残高は、20年9月以降頭打ちとなっており(図表44)、国内銀行の総貸出残高の増勢にも一服感がみられる(図表45)コロナ禍に伴う企業の資金繰り逼迫感が一巡しつつあることが窺われる。

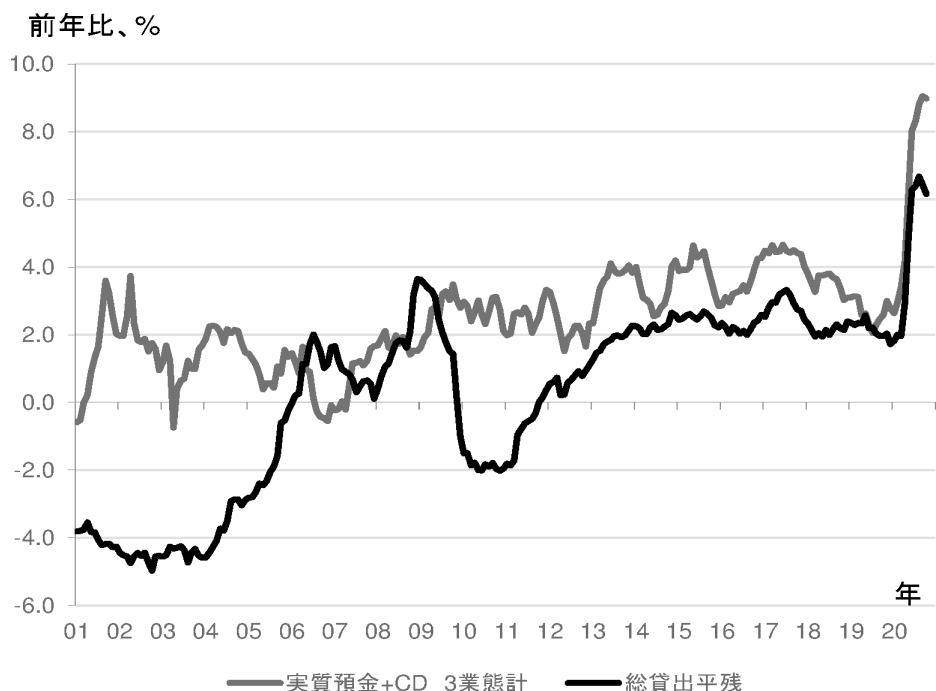
図表 44: 新型コロナオペ残高と日銀当座預金の構成



注: 日銀当座預金の構成比は、補完当座預金制度対象先残高合計についての適用金利別構成比。
出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 45: 預金・貸出金動向

コロナ禍に伴う貸出増にも頭打ち感



注: 総貸出平残は、国内銀行+信用金庫、実質預金+CDは国内銀行のみ
出所: 日本銀行資料より野村作成

ただ、日銀は、コロナ禍に伴う企業金融逼迫について警戒を解いたわけではない。日銀は20年6月以降の決定会合で、一貫して1)企業や家計の中長期的な成長期待低下、と2)金融システムの安定性が維持されるもとの金融仲介機能が円滑に発揮されるかどうか、の2点を経済・物価の下振れ要因として挙げ続けている。特に、後者の点について、企業の信用リスクが顕在化し、金融システムの問題へと波及することを回避するために、現在21年3月末が期限となっている新型コロナオペの延長を決定する可能性は高いと野村では判断する。

一方、コロナ禍に伴う企業金融の逼迫感への対応が奏功し、経済環境が安定に向かった場合、金融政策も平時の体制に回帰しうることになる。しかし、物価安定目標の達成に向けインフレ率を押し上げていくための政策手段については、特に目新しい策を打ち出すことが次第に困難となっており、またその可能性も低下していると考えられる。

現在、日銀は、「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とするフォワードガイダンスを導入している。しかし、現実的には長期、短期の政策金利をさらに引き下げる可能性は一段と低下していると考えられる。16年9月のいわゆる「総括的な検証」において、日銀は、市場金利の過度な低下や利回り曲線の平坦化は、金融機関の経営体力や金融仲介機能に悪影響を及ぼす恐れがあることも指摘しており、長短金利をさらに引き下げることについてはその副作用に対する懸念が大きくなっていると推測されるからである。

加えて、11月10日に開催した政策委員会・通常会合では、「地域金融強化のための特別当座預金制度」の導入を決定した。これは、一定の指標に基づく経営基盤強化を実現するか、経営統合等を実施する地域金融機関に対し、最大3年間、超過準備預金に対し+0.1%の特別付利を行う制度である。この決定も、日銀の政策運営が物価安定目標の早期達成から、超低金利政策長期化の下で、国内金融機関経営、金融システムの安定維持への配慮に向け、徐々に軸足が変化している証左とみることが可能であろう。

経済見通し

(11) 日本経済見通し

図表 46: 四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位: 2011年連鎖価格10億円)

	20年			21年			22年				
	4-6	7-9	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)
民間最終消費支出	268232.0	280783.5	284180.6	285741.0	287883.9	290618.8	293087.8	294992.6	296615.0	297890.4	298932.9
(前期比 %)	-8.1	4.7	1.2	0.5	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
(前年同期比 %)	-10.7	-7.2	-3.3	-2.1	7.3	3.5	3.1	3.2	3.0	2.5	2.0
民間住宅投資	14565.2	13411.2	13621.8	13863.3	14058.4	14257.3	14368.4	14451.9	14368.9	14110.7	13833.1
(前期比 %)	-0.5	-7.9	1.6	1.8	1.4	1.4	0.8	0.6	-0.6	-1.8	-2.0
(前年同期比 %)	-5.5	-14.0	-10.6	-5.3	-3.5	6.3	5.5	4.2	2.2	-1.0	-3.7
民間企業設備投資	80761.1	78038.8	79030.2	79661.6	81893.0	83883.1	85036.9	86049.7	87083.2	88069.3	88957.0
(前期比 %)	-4.5	-3.4	1.3	0.8	2.8	2.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
(前年同期比 %)	-7.3	-10.5	-5.0	-5.8	1.4	7.5	7.6	8.0	6.3	5.0	4.6
民間在庫投資	2227.8	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0	1173.0
(前期比寄与度 %ポイント)	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	109854.3	112314.3	112340.2	112337.4	112312.1	112255.1	112590.5	112122.9	112192.3	112530.7	112870.1
(前期比 %)	-0.4	2.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.3	-0.4	0.1	0.3	0.3
(前年同期比 %)	1.0	2.2	1.9	1.9	2.2	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.2
公的固定資本投資	27372.9	27475.2	28915.3	28681.0	27981.3	28058.5	28439.9	28105.5	28342.1	28411.4	28478.4
(前期比 %)	1.2	0.4	5.2	-0.8	-2.4	0.3	1.4	-1.2	0.8	0.2	0.2
(前年同期比 %)	2.8	2.1	6.6	6.1	2.2	2.1	-1.6	-2.0	1.3	1.3	0.1
公的在庫投資	13.5	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1
(前期比寄与度 %ポイント)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-19739.6	-5692.2	-8685.4	-8953.4	-7969.0	-7160.7	-6561.6	-5941.7	-5312.5	-4741.7	-4221.7
(前期比寄与度 %ポイント)	-3.3	2.9	-0.6	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
輸出	71883.4	76946.7	80926.3	82915.1	85784.1	88140.1	90170.2	91813.6	93498.5	95134.2	96650.3
(前期比 %)	-17.4	7.0	5.2	2.5	3.5	2.7	2.3	1.8	1.8	1.7	1.6
(前年同期比 %)	-22.1	-15.7	-11.9	-4.7	19.3	14.5	11.4	10.7	9.0	7.9	7.2
輸入	91623.1	82638.8	89611.7	91868.4	93753.1	95300.8	96731.8	97755.3	98811.0	99875.9	100872.0
(前期比 %)	2.2	-9.8	8.4	2.5	2.1	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1	1.0
(前年同期比 %)	-3.5	-13.8	-4.2	2.4	2.3	15.3	7.9	6.4	5.4	4.8	4.3
実質国内総生産	483641.7	507615.7	510679.0	512599.4	517421.1	523167.2	528211.1	531025.1	534528.5	537506.4	540081.6
(前期比 %)	-8.2	5.0	0.6	0.4	0.9	1.1	1.0	0.5	0.7	0.6	0.5
(前期比年率)	-28.8	21.4	2.4	1.5	3.8	4.5	3.9	2.1	2.7	2.2	1.9
(前年同期比 %)	-10.2	-5.8	-3.6	-2.7	7.0	3.1	3.4	3.6	3.3	2.7	2.2
GDPデフレーター	104.3	104.6	104.6	104.6	104.9	104.8	104.9	105.0	105.3	105.2	105.2
(前年同期比 %)	1.4	1.1	0.7	0.6	0.5	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
鉱工業生産(2010年=100)	81.8	88.9	92.5	93.1	95.5	98.0	99.7	101.3	102.8	103.5	104.1
(前期比 %)	-16.9	8.7	4.1	0.6	2.6	2.7	1.7	1.6	1.5	0.7	0.6
(前年同期比 %)	-19.8	-12.8	-5.6	-5.4	16.7	10.3	7.8	8.9	7.7	5.6	4.4
完全失業率 (%)	2.8	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。2. 2020年7-9月期までは実績、それ以降は野村予測。3. 四半期の額、指数、失業率は季節調整値。4. -0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行資料より野村作成

図表 47: 実質国内総支出・鉱工業生産・失業率(年度・暦年)

(単位: 2011年連鎖価格10億円)

	18年度	19年度	20年度 (予)	21年度 (予)	22年度 (予)	18暦年	19暦年	20暦年 (予)	21暦年 (予)	22暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	299123.8 0.1	297494.8 -0.5	280062.6 -5.9	291942.8 4.2	298571.3 2.3	298808.0 0.0	299248.1 0.1	281604.9 -5.9	289629.4 2.8	297399.8 2.7
民間住宅投資 (前年比 %)	15143.2 -4.9	15227.3 0.6	13849.3 -9.0	14286.1 3.2	13964.3 -2.3	15117.4 -6.7	15426.0 2.0	14039.3 -9.0	14141.7 0.7	14183.1 0.3
民間企業設備投資 (前年比 %)	85743.6 1.8	85482.5 -0.3	79378.2 -7.1	84350.6 6.3	88581.7 5.0	85398.6 2.2	85975.3 0.7	80771.3 -6.1	82546.9 2.2	87518.2 6.0
民間在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	1448.4 0.0	1037.4 -0.1	1430.4 0.1	1166.7 -0.1	1166.7 0.0	1067.3 0.0	1436.8 0.1	1232.4 0.0	1166.7 0.0	1166.7 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	107249.2 0.9	109740.3 2.3	111686.9 1.8	112297.8 0.5	112679.2 0.3	107103.5 0.9	109173.8 1.9	111160.1 1.8	112351.7 1.1	112405.8 0.0
公的固定資本投資 (前年比 %)	26103.3 0.6	26956.3 3.3	28191.9 4.6	28168.4 -0.1	28317.9 0.5	26032.0 0.3	26791.2 2.9	27738.7 3.5	28327.1 2.1	28338.9 0.0
公的在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	39.5 0.0	25.4 0.0	21.2 0.0	24.1 0.0	24.1 0.0	58.9 0.0	-13.8 0.0	37.0 0.0	24.1 0.0	24.1 0.0
純輸出 <前年比寄与度 %ポイント>	-2007.8 -0.1	-2928.2 -0.2	-10764.5 -1.5	-6944.9 0.8	-4534.0 0.5	-1802.0 0.0	-2624.9 -0.2	-9194.6 -1.2	-7700.5 0.3	-5096.9 0.5
輸出 (前年比 %)	92978.8 1.7	90595.5 -2.6	78208.6 -13.7	88989.4 13.8	95829.8 7.7	93410.4 3.5	91905.2 -1.6	79228.0 -13.8	86758.3 9.5	94273.8 8.7
輸入 (前年比 %)	94986.7 2.5	93523.7 -1.5	88973.1 -4.9	95934.3 7.8	100363.7 4.6	95212.4 3.7	94530.1 -0.7	88422.6 -6.5	94458.9 6.8	99370.7 5.2
実質国内総生産 (前年比 %)	533441.4 0.3	533572.0 0.0	504025.4 -5.5	525270.7 4.2	538770.4 2.6	532387.2 0.3	535965.6 0.7	507556.2 -5.3	520621.0 2.6	536045.3 3.0
GDPデフレーター (前年比 %)	102.8 -0.2	103.5 0.8	104.5 1.0	104.9 0.4	105.3 0.3	102.7 -0.1	103.3 0.6	104.4 1.0	104.8 0.4	105.2 0.4
鉱工業生産(2015年=100) (前年比 %)	103.8 0.3	99.9 -3.8	89.1 -10.8	98.6 10.7	103.8 5.2	104.2 1.1	101.1 -3.0	90.4 -10.6	96.6 6.8	102.9 6.6
完全失業率 (%)	2.4	2.4	2.9	2.6	2.4	2.4	2.4	2.8	2.7	2.4

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 48: 名目国内総支出(季節調整系列、年率)・物価(四半期)

(単位:10億円)

	20年			21年			22年				
	4-6	7-9	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)
民間最終消費支出	274704.0	287792.3	289844.9	291201.6	294407.3	296786.8	299199.4	301774.0	304475.7	305476.3	306495.4
(前期比 %)	-8.3	4.8	0.7	0.5	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	0.3	0.3
(前年同期比 %)	-10.4	-6.8	-4.0	-2.8	7.2	3.1	3.2	3.6	3.4	2.9	2.4
民間住宅投資	16079.0	14888.7	14933.2	15203.8	15423.7	15645.1	15804.0	15929.6	15871.7	15590.7	15292.4
(前期比 %)	-1.7	-7.4	0.3	1.8	1.4	1.4	1.0	0.8	-0.4	-1.8	-1.9
(前年同期比 %)	-4.7	-13.2	-12.3	-7.0	-4.1	5.1	5.8	4.8	2.9	-0.3	-3.2
民間企業設備投資	81828.5	80177.4	80829.9	81399.7	83505.7	85789.6	86993.4	87903.0	88830.9	89707.8	90481.8
(前期比 %)	-6.0	-2.0	0.8	0.7	2.6	2.7	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
(前年同期比 %)	-8.0	-11.0	-6.0	-6.5	2.0	7.0	7.6	8.0	6.4	4.6	4.0
民間在庫投資	752.1	975.4	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9	1213.9
(前期比寄与度 %ポイント)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	111081.4	113854.6	113754.0	113773.3	114565.4	114690.4	115454.9	115286.5	115824.9	116128.3	116531.1
(前期比 %)	-1.3	2.5	-0.1	0.0	0.7	0.1	0.7	-0.1	0.5	0.3	0.3
(前年同期比 %)	0.5	2.1	2.0	1.1	3.1	0.7	1.5	1.3	1.1	1.3	0.9
公的固定資本投資	30016.8	30308.8	31776.9	31723.7	31028.1	31202.5	31689.1	31488.8	31740.0	31908.5	32047.0
(前期比 %)	0.7	1.0	4.8	-0.2	-2.2	0.6	1.6	-0.6	0.8	0.5	0.4
(前年同期比 %)	3.1	2.9	6.3	6.4	3.4	2.9	-0.3	-0.7	2.3	2.3	1.1
公的在庫投資	10.4	19.7	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1	25.1
(前期比寄与度 %ポイント)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-9844.1	3059.5	1636.3	1423.9	2378.8	2941.7	3555.8	4203.1	4743.5	5418.6	6127.5
(前期比寄与度 %ポイント)	-2.1	2.6	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
輸出	72399.4	79521.3	82642.8	84707.0	88957.2	91428.2	93565.6	95296.7	97068.0	98790.0	100486.5
(前期比 %)	-20.2	9.8	3.9	2.5	5.0	2.8	2.3	1.9	1.9	1.8	1.7
(前年同期比 %)	-25.9	-17.0	-13.9	-6.6	22.9	15.0	13.2	12.5	9.1	8.1	7.4
輸入	82243.5	76461.8	81006.5	83283.1	86578.4	88486.5	90009.8	91093.6	92324.5	93371.3	94359.1
(前期比 %)	-7.9	-7.0	5.9	2.8	4.0	2.2	1.7	1.2	1.4	1.1	1.1
(前年同期比 %)	-15.2	-20.6	-13.2	-6.8	5.3	15.7	11.1	9.4	6.6	5.5	4.8
名目国内総生産	504628.2	531076.4	534014.2	535965.0	542548.0	548295.1	553935.6	557824.0	562725.6	565469.3	568214.2
(前期比 %)	-7.8	5.2	0.6	0.4	1.2	1.1	1.0	0.7	0.9	0.5	0.5
(前期比年率)	-27.7	22.7	2.2	1.5	5.0	4.3	4.2	2.8	3.6	2.0	2.0
(前年同期比 %)	-8.9	-4.8	-2.7	-2.2	7.5	3.3	3.6	4.2	3.6	3.2	2.5
国内企業物価(2010年=100)	99.3	100.2	98.2	98.3	98.3	98.3	98.7	99.0	99.3	99.3	99.4
(前期比 %)	-2.4	0.9	-2.0	0.1	0.0	0.1	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
(前年同期比 %)	-2.3	-0.8	-3.8	-3.4	-1.0	-1.9	0.5	0.7	1.0	1.0	0.7
消費者物価指数(総合)(2015年=100)	101.9	102.0	101.4	101.3	101.7	101.6	101.5	101.8	102.2	102.1	102.1
(前期比)	-0.3	0.2	-0.6	-0.1	0.4	-0.2	0.0	0.3	0.4	-0.1	0.0
(前年同期比)	0.1	0.2	-0.8	-0.9	-0.1	-0.5	0.1	0.5	0.4	0.5	0.5
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)(2015年=100)	101.5	101.5	101.2	101.2	101.4	101.3	101.3	101.6	101.9	101.8	101.8
(前期比 %)	-0.6	0.0	-0.3	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
(前年同期比 %)	-0.1	-0.2	-1.0	-1.1	-0.2	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
同(消費増税、教育無償化の影響除く)(2015年=100)	101.0	101.0	100.7	100.7	100.9	100.8	100.8	101.1	101.3	101.3	101.3
(前期比 %)	-0.6	0.0	-0.3	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
(前年同期比 %)	-0.4	-0.5	-1.0	-1.1	-0.2	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5

注: 1. 別段の記載がない限り、10 億円単位。2. -0.0 の場合も0.0 と表示している。3. 2020年7-9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 49: 名目国内総支出・物価(年度・暦年)

	(単位:10億円)					(単位:10億円)				
	18年度	19年度	20年度 (予)	21年度 (予)	22年度 (予)	18暦年	19暦年	20暦年 (予)	21暦年 (予)	22暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	304785.0 0.5	304537.2 -0.1	286226.6 -6.0	298360.0 4.2	306399.5 2.7	304427.9 0.6	305782.2 0.4	288320.4 -5.7	295730.0 2.6	304880.4 3.1
民間住宅投資 (前年比 %)	16513.5 -3.4	16856.1 2.1	15258.1 -9.5	15702.5 2.9	15437.3 -1.7	16440.9 -5.0	16980.4 3.3	15539.3 -8.5	15524.5 -0.1	15661.6 0.9
民間企業設備投資 (前年比 %)	88040.2 2.5	87989.3 -0.1	81087.1 -7.8	86190.0 6.3	90157.1 4.6	87509.7 2.8	88441.6 1.1	82676.1 -6.5	84354.9 2.0	89219.8 5.8
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	1432.3 0.0	979.2 -0.1	1035.7 0.0	1210.8 0.0	1210.8 0.0	1055.6 0.0	1318.4 0.0	845.4 -0.1	1210.8 0.1	1210.8 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	108507.4 1.0	111529.2 2.8	113128.5 1.4	115063.2 1.7	116469.3 1.2	108335.3 1.1	110803.2 2.3	112834.5 1.8	114704.9 1.7	116018.4 1.1
公的固定資本投資 (前年比 %)	28221.7 2.4	29607.7 4.9	31051.8 4.9	31385.6 1.1	31863.7 1.5	28020.6 2.1	29277.9 4.5	30524.5 4.3	31450.3 3.0	31801.3 1.1
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	46.2 0.0	16.2 0.0	21.2 0.0	22.6 0.0	22.6 0.0	59.0 0.0	-4.1 0.0	17.6 0.0	22.6 0.0	22.6 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	573.6 -0.8	995.6 0.1	-936.7 -0.3	3234.3 0.8	5747.5 0.5	1002.8 -0.7	1161.0 0.0	-940.4 -0.4	2526.5 0.7	5077.3 0.5
輸出 (前年比 %)	100697.3 2.5	95039.9 -5.6	79876.5 -16.0	92349.0 15.6	99623.6 7.9	101410.9 4.6	96969.0 -4.4	81382.0 -16.1	89693.9 10.2	97937.7 9.2
輸入 (前年比 %)	100123.7 7.2	94044.3 -6.1	80813.2 -14.1	89114.7 10.3	93876.0 5.3	100408.1 9.3	95808.0 -4.6	82322.3 -14.1	87167.4 5.9	92860.4 6.5
名目国内総生産 (前年比 %)	548119.9 0.1	552510.7 0.8	526872.3 -4.6	551168.9 4.6	567307.7 2.9	546851.7 0.2	553760.6 1.3	529817.5 -4.3	545524.5 3.0	563892.1 3.4
国内企業物価(2010年=100) (前年比 %)	101.5 2.2	101.6 0.1	99.0 -2.6	98.6 -0.4	99.4 0.8	101.3 2.6	101.5 0.2	99.9 -1.6	98.4 -1.5	99.2 0.8
消費者物価指数(総合)(2015年=100) (前年比 %)	101.4 0.7	102.0 0.5	101.6 -0.4	101.6 0.0	102.1 0.5	101.3 1.0	101.8 0.5	101.8 0.0	101.5 -0.3	102.0 0.5
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2015年=100) (前年比 %)	101.2 0.8	101.8 0.6	101.2 -0.6	101.3 0.1	101.8 0.5	101.0 0.9	101.7 0.6	101.5 -0.2	101.2 -0.3	101.6 0.5
同(消費増税の影響除く) (2015年=100) (前年比 %)	101.2 0.8	101.7 0.4	100.9 -0.7	100.9 0.1	101.4 0.5	101.0 0.9	101.6 0.6	101.2 -0.4	100.8 -0.3	101.3 0.5

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

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 50: 国際収支

(単位: 億円)

	2020年				2021年				2022年			
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)
[原系列]												
経常収支	58,016	14,162	52,739	26,357	51,637	40,322	62,574	36,235	61,860	49,477	70,299	43,997
貿易・サービス収支	2,123	-28,219	5,653	-508	4,941	2,237	6,748	4,303	11,621	7,963	12,826	10,714
貿易収支	5,031	-14,594	14,689	2,294	1,350	6,630	8,829	8,275	9,175	12,781	13,949	13,550
輸出	181,054	139,884	163,083	172,696	168,666	173,695	179,190	191,911	187,686	187,970	193,766	206,009
(前年比)	(-5.7%)	(-25.3%)	(-13.2%)	(-10.6%)	(-6.8%)	(24.2%)	(9.9%)	(11.1%)	(11.3%)	(8.2%)	(8.1%)	(7.3%)
輸入	176,023	154,478	148,394	170,402	167,316	167,064	170,360	183,636	178,512	175,189	179,817	192,459
(前年比)	(-7.2%)	(-17.7%)	(-21.3%)	(-10.6%)	(-4.9%)	(8.1%)	(14.8%)	(7.8%)	(6.7%)	(4.9%)	(5.6%)	(4.8%)
サービス収支	-2,908	-13,625	-9,035	-2,802	3,591	-4,393	-2,082	-3,972	2,447	-4,818	-1,123	-2,836
第一次所得収支	60,830	45,759	57,879	33,680	53,440	42,116	60,755	35,398	55,497	43,605	61,949	36,295
第二次所得収支	-4,937	-3,379	-10,793	-6,815	-6,745	-4,032	-4,929	-3,466	-5,258	-2,092	-4,476	-3,013
資本移転等収支	-711	-216	-578	-559	-516	-467	-530	-518	-508	-506	-515	-512
金融収支	67,983	20,372	46,240	25,798	51,121	39,855	62,044	35,717	61,353	48,972	69,784	43,485
(うち外貨準備)	7,421	8,227	-3,232	5,779	4,506	3,689	3,899	4,327	3,885	3,265	4,193	3,966
誤差脱漏	10,679	6,426	-5,922	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	49,561	19,719	39,999	41,877	43,105	46,233	49,616	51,639	53,446	55,446	57,321	59,279
貿易・サービス収支	-1,077	-26,808	4,500	2,184	1,665	4,000	5,377	6,879	8,462	9,784	11,435	13,168
貿易収支	6,162	-16,453	13,742	3,313	2,405	5,123	7,666	9,176	10,346	11,331	12,765	14,330
輸出	182,148	143,025	164,635	166,859	169,685	177,595	180,895	185,424	188,821	192,190	195,610	199,046
(前期比)	(-2.5%)	(-21.5%)	(15.1%)	(1.4%)	(1.7%)	(4.7%)	(1.9%)	(2.5%)	(1.8%)	(1.8%)	(1.8%)	(1.8%)
輸入	175,986	159,478	150,893	163,546	167,281	172,472	173,229	176,248	178,474	180,859	182,845	184,715
(前期比)	(-3.8%)	(-9.4%)	(-5.4%)	(8.4%)	(2.3%)	(3.1%)	(0.4%)	(1.7%)	(1.3%)	(1.3%)	(1.1%)	(1.0%)
サービス収支	-7,239	-10,355	-9,242	-1,128	-740	-1,123	-2,289	-2,298	-1,884	-1,548	-1,330	-1,162
第一次所得収支	54,507	51,552	45,553	47,232	47,117	47,909	48,429	48,950	49,174	49,398	49,623	49,847
第二次所得収支	-3,869	-5,024	-10,054	-7,539	-5,677	-5,677	-4,190	-4,190	-4,190	-3,737	-3,737	-3,737

	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2017暦年	2018暦年	2019暦年	2020暦年	2021暦年	2022暦年
				(予)	(予)	(予)				(予)	(予)	(予)
経常収支	223,998	195,915	201,408	144,894	200,991	233,160	227,779	194,000	205,259	151,274	190,768	225,634
(ドル建て: 億ドル)	2,025	1,771	1,854	1,377	1,880	2,134	2,032	1,764	1,883	1,414	1,803	2,076
(対名目GDP比)	(4.1%)	(3.6%)	(3.6%)	(2.8%)	(3.6%)	(4.1%)	(4.2%)	(3.5%)	(3.7%)	(2.9%)	(3.5%)	(4.0%)
貿易・サービス収支	40,397	-3,001	1,887	-18,133	24,909	49,525	42,206	1,052	5,060	-20,951	18,230	43,125
貿易収支	45,338	6,341	6,665	3,739	32,909	55,039	49,113	11,264	3,812	7,420	25,085	49,455
輸出	782,800	803,184	749,430	644,330	732,482	788,744	772,535	812,263	760,310	656,717	713,461	775,431
(前年比)	(10.6%)	(2.6%)	(-6.7%)	(-14.0%)	(13.7%)	(7.7%)	(11.8%)	(5.1%)	(-6.4%)	(-13.6%)	(8.6%)	(8.7%)
輸入	737,463	796,842	742,765	640,590	699,572	733,705	723,422	800,998	756,498	649,297	688,376	725,976
(前年比)	(13.4%)	(8.1%)	(-6.8%)	(-13.8%)	(9.2%)	(4.9%)	(13.8%)	(10.7%)	(-5.6%)	(-14.2%)	(6.0%)	(5.5%)
サービス収支	-4,942	-9,342	-4,778	-21,871	-8,000	-5,514	-6,907	-10,213	1,248	-28,370	-6,855	-6,330
第一次所得収支	205,333	216,330	214,213	190,758	193,766	198,020	206,843	212,980	213,954	198,148	191,709	197,347
第二次所得収支	-21,732	-17,413	-14,692	-27,732	-17,685	-14,384	-21,270	-20,031	-13,755	-25,924	-19,171	-14,838
資本移転等収支	-3,055	-1,648	-4,374	-1,869	-2,023	-2,043	-2,800	-2,105	-4,131	-2,064	-2,031	-2,041
金融収支	208,176	214,222	225,587	143,531	198,969	231,118	188,113	200,315	247,164	160,393	188,737	223,593
(うち外貨準備)	22,710	33,461	20,771	15,281	15,801	15,314	26,518	26,628	28,039	18,195	16,422	15,310
誤差脱漏	-12,766	19,955	28,553	504	0	0	-36,866	8,420	46,035	11,183	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. 2020年7-9月期までは実績、それ以降は野村予測。2. ドル建ての計数はドル円レート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 51: 一般会計

(単位: 兆円)

年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (推)	2020 (予)	2021 (予)	2022 (予)
一般会計歳出規模	100.2	98.8	98.2	97.5	98.1	99.0	104.7	176.0	123.1	112.1
[歳出]										
一般歳出	61.3	59.5	59.0	60.1	60.0	60.4	66.1	135.9	82.3	70.3
社会保障関係費	29.2	30.2	31.4	32.2	32.5	32.6	34.1	42.5	39.4	37.4
公共事業関係費	8.0	7.3	6.4	6.7	6.9	6.9	8.5	8.9	10.0	9.0
防衛関係費	4.8	5.1	5.1	5.1	5.3	5.5	5.7	5.8	5.8	5.8
地方交付税交付金	17.4	17.0	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	15.8	15.6	15.6
地方特例交付金	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
国債費	21.3	22.2	22.5	22.1	22.5	22.5	22.5	24.0	25.0	26.0
国債費比率(%)	21.3	22.5	22.9	22.6	23.0	22.8	21.5	13.6	20.3	23.2
[歳入]										
一般会計歳入	106.0	104.7	102.2	102.8	103.6	105.7	104.7	176.0	123.1	112.1
租税及印紙収入	47.0	54.0	56.3	55.5	58.8	60.4	58.4	47.1	58.3	60.0
所得税	15.5	16.8	17.8	17.6	18.9	19.9	19.2	13.8	17.7	20.8
法人税	10.5	11.0	10.8	10.3	12.0	12.3	10.8	5.8	10.5	12.3
消費税	10.8	16.0	17.4	17.2	17.5	17.7	18.4	17.3	20.1	22.3
その他税収等	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5	10.1	10.1	10.1	10.1
税外収入等 (特別会計余剰金・積立の取り崩し含む)	15.6	12.2	11.0	9.3	11.3	10.9	7.4	6.6	6.6	6.6
国債発行額	43.5	38.5	34.9	38.0	33.6	34.4	38.8	122.3	58.2	45.5
国債依存度(%)	41.0	36.8	34.2	37.0	32.4	32.5	37.1	69.5	47.3	40.6
対GDP比(%)	8.6	7.4	6.6	7.1	6.1	6.3	7.0	23.2	10.6	8.0
(名目GDP、兆円)	507.3	518.2	532.8	536.9	547.5	548.1	552.5	526.9	551.2	567.3
財政投融资計画	18.4	16.2	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	62.8	-	-
地方財政計画	81.9	83.4	85.3	85.8	86.6	86.9	89.6	90.7	-	-

注: 1. 一般会計は2018年度まで実績。2. 予測では剰余金の発生を見込んでいない。3. 財政投融资計画及び地方財政計画は当初計画。
出所: 財務省資料より野村作成

図表 52: 部門別資金過不足

(単位:兆円)

年度	2013	14	15	16	17	18	19(推)	20(予)	21(予)	22(予)
家計 (GDP比 %)	-1.2 (-0.2)	5.7 (1.1)	8.6 (1.6)	12.3 (2.3)	10.8 (2.0)	17.8 (3.3)	17.0 (3.1)	30.0 (5.7)	16.4 (3.0)	12.1 (2.1)
非金融法人企業 (GDP比 %)	33.4 (6.6)	22.9 (4.4)	24.4 (4.6)	24.8 (4.6)	20.8 (3.8)	10.3 (1.9)	14.5 (2.6)	75.8 (14.4)	30.7 (5.6)	25.5 (4.5)
一般政府 (GDP比 %)	-36.4 (-7.2)	-25.5 (-4.9)	-17.8 (-3.3)	-18.1 (-3.4)	-14.7 (-2.7)	-12.3 (-2.2)	-12.6 (-2.3)	-96.1 (-18.2)	-32.0 (-5.8)	-19.3 (-3.4)
海外 (GDP比 %)	-1.8 (-0.4)	-8.4 (-1.6)	-17.6 (-3.3)	-21.4 (-4.0)	-22.0 (-4.0)	-19.2 (-3.5)	-19.1 (-3.5)	-13.5 (-2.6)	-19.1 (-3.5)	-22.3 (-3.9)
金融機関 (GDP比 %)	6.3 (1.2)	4.9 (1.0)	1.5 (0.3)	1.2 (0.2)	3.1 (0.6)	4.7 (0.9)	3.1 (0.6)	3.7 (0.7)	4.0 (0.7)	4.1 (0.7)

注: 1. -は資金不足を示す。2.国民経済計算ベース。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 53: マネーストック

(単位: %)

	2019	2020				2021				2022	
	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)
マネーストック (M2)	2.6	3.0	5.3	8.5	8.7	8.5	6.0	2.8	3.1	3.2	2.9
実質マネーストック (M2)	1.4	2.1	3.9	7.4	8.0	7.9	5.5	2.6	2.8	2.8	2.5
マーシャルのk	1.61	1.64	1.84	1.84	1.83	1.83	1.82	1.80	1.80	1.80	1.80

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

出所: 日本銀行資料より野村作成

(12) 世界経済見通し

図表 54: 世界経済見通し要約

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
全世界	-3.8	5.6	3.9	2.2	1.9	2.0			
先進国	-5.3	3.6	3.2	0.7	1.2	1.3			
新興国	-2.6	7.2	4.4	3.4	2.4	2.6			
米州	-4.6	3.2	3.3	1.6	2.2	2.0			
米国	-3.6	2.8	3.5	1.3	1.9	1.6	0.13	0.13	0.13
カナダ	-5.7	4.9	2.9	0.7	1.7	2.0			
ラテンアメリカ	-7.4	4.0	2.7	2.9	3.2	3.3			
ブラジル	-5.2	3.5	2.5	2.7	3.1	3.4			
チリ	-5.8	4.7	3.0	2.9	2.6	3.0			
コロンビア	-6.5	4.5	3.3	2.6	3.0	3.0			
メキシコ	-10.0	3.5	2.2	3.5	3.6	3.5			
ペルー	-12.2	8.7	5.0	1.5	1.8	2.2			
アジア・太平洋地域	-1.9	7.6	4.6	2.6	1.5	1.8			
日本	-5.3	2.6	3.0	0.0	-0.3	0.5	-0.10	-0.10	-0.10
豪州	-3.2	2.9	4.0	0.7	1.2	1.5	0.10	0.10	0.10
ニュージーランド(NZ)	-4.7	4.5	3.3	1.8	0.5	1.0	0.25	0.25	0.25
アジア(除く日本・豪州・NZ)	-1.5	8.3	4.9	3.0	1.7	2.0			
中国	2.1	9.4	5.3	2.7	0.8	1.4	2.20	2.20	2.20
香港	-5.8	4.0	2.1	0.2	3.2	2.2	0.50	0.50	0.50
インド	-9.0	9.9	4.9	6.7	4.0	3.5	4.00	3.50	3.50
インドネシア	-2.3	5.1	4.8	2.1	2.8	3.3	4.00	4.00	4.50
マレーシア	-6.3	6.5	4.2	-1.1	1.1	1.7	1.75	1.50	2.25
フィリピン	-9.8	7.1	5.7	2.5	2.9	3.3	1.75	1.50	2.50
シンガポール	-5.2	5.2	2.8	-0.2	0.3	0.5	0.20	0.30	0.50
韓国	-0.8	3.6	2.0	0.5	1.1	0.9	0.50	0.50	0.50
台湾	1.8	3.4	2.5	-0.2	1.2	0.8	1.13	1.13	1.13
タイ	-7.7	3.2	4.8	-0.8	0.7	0.6	0.25	0.00	0.00
欧州先進国	-7.3	4.7	3.0	0.4	0.8	1.2			
ユーロ圏	-6.6	5.0	2.6	0.3	0.7	1.1	-0.60	-0.60	-0.60
フランス	-8.3	5.3	2.5	0.5	1.0	1.2	-0.60	-0.60	-0.60
ドイツ	-5.3	3.6	2.6	0.5	0.9	1.3	-0.60	-0.60	-0.60
イタリア	-8.2	4.2	2.2	-0.2	0.3	0.9	-0.60	-0.60	-0.60
スペイン	-11.0	6.8	3.3	-0.3	0.6	0.9	-0.60	-0.60	-0.60
英国	-11.0	3.5	4.7	0.9	1.3	1.8	0.10	0.10	0.10
その他新興国(EEMEA)	-4.4	3.8	3.1	5.1	5.0	4.9			
チェコ	-6.5	4.5	3.5	3.2	2.1	2.0			
ハンガリー	-5.5	4.7	3.7	3.4	3.1	3.0			
ポーランド	-3.5	4.0	3.5	3.4	2.2	2.5			
ルーマニア	-5.0	4.2	3.7	2.7	2.8	3.0			
南アフリカ	-8.5	3.0	1.9	3.3	4.0	4.2			
トルコ	-3.2	4.5	4.2	11.8	11.1	10.1			
ロシア	-4.1	3.1	2.3	3.3	3.6	3.8			
イスラエル	-5.5	4.6	3.7	-0.5	0.5	1.1			

注: 1. 合計は購買力平価(PPP)を用いて表示通貨を統一し、世界経済に占める各国GDPの割合を基に算出(PPPベースの世界GDPの83%を占める)。実質GDP、消費者物価指数は年間平均値。上記の国・地域のうち、先進国は米国、カナダ、日本、豪州、ニュージーランド、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。それ以外を新興国とする。その他新興国(EEMEA)は欧州新興国・中東・アフリカ。2. プレント原油価格の前提は先物価格を基に、20年40.4ドル/バレル、21年42.9ドル/バレル、22年45.2ドル/バレルと想定。3. ユーロ圏各国の消費者物価指数はHICP。4. 米国の政策金利は、フェデラルファンド金利誘導目標範囲(0.00~0.25%)の中心値。中国の政策金利は7日物リバースレポレート。インドネシアの政策金利は7日物リバースレポレート。シンガポールは、政策金利の代わりに3ヶ月物シンガポール銀行間貸出金利(SIBOR)を掲載。ユーロ圏の政策金利は中銀預金金利。5. カナダ、ラテンアメリカ、その他新興国はBloombergの予測、その他は野村の予想。6. 2020年11月16日現在。

出所: 国際通貨基金(IMF)、ブルームバーグ、野村

米国経済: コロナ感染再拡大の中、財政支援は縮小

2021年前半は新型コロナウイルスの感染再拡大と財政支援の縮小が経済成長の足かせとなり、年後半に景気回復が加速すると予想する。連邦準備制度理事会(FRB)は追加政策緩和に重点を置く可能性が高い。

景気動向

空前の規模の財政支援策と企業活動の柔軟な対応により、これまでのところ経済は新型コロナによる打撃から予想よりも早く回復してきた。しかし21年は民主党が大統領府と下院を制し、共和党が上院過半数を維持する「分断」政府となる可能性が高く、そうなれば前半は財政支援が大幅に縮小される可能性が高い。加えて、このところ新型コロナウイルスの新規感染者数が急増していることを受け、州や地方政府が新たに緩やかな行動制限を打ち出し始めているため、消費者が慎重姿勢を強め、消費支出回復の足かせとなる可能性がある。更に、新型コロナと財政政策の見通しが不透明で、しかも外需が依然低調で原油価格も低迷しているため、企業の設備投資や輸出が下押しされよう。とはいえ、先日、新型コロナのワクチン開発において明るいニュースが出ており、21年半ば頃からは経済活動がより速やかに力強く正常化する可能性が高まってきた(ただし回復の度合いは業界ごとに差がある見通し)。これらを受け、野村では、当面の景気回復のペースは鈍化するものの、21年後半に加速し始めると予想している。

物価動向

失業率が依然として長期水準を上回っていることは、当面の物価動向の重しとなるだろう。特に、景気の影響を受けやすい賃料インフレは、賃貸住宅市場の不均衡を反映して著しく鈍化するとみられる。賃料関連項目のウェイトの差から、野村ではコア消費者物価(CPI)インフレの方がコア個人消費支出(PCE)デフレーターよりも減速の度合いが強くなるとみている。野村の予想期間中は、米連邦準備制度理事会(FRB)が重視するコアPCE)デフレーターが持続的に+2%に達することはないと考えている。

金融政策

景気回復のペースが鈍りインフレ率が目標を下回る中、FRBは政策金利の誘導目標を少なくとも23年末までは実効下限に据え置くとみられる。しかし景気への支援を強めるため、12月15~16日の連邦公開市場委員会(FOMC)では、目先の経済見通しの悪化を考慮し資産購入の対象が平均残存期間の長い債券に変更される可能性が高い。ただし、変更は21年以降になる可能性もある。財政政策については、21年の早い時期に1兆ドル規模の景気対策・第4弾が打ち出されるとみるが、より小規模の対策が20年中に決定される可能性もある。

リスク要因

新型コロナウイルスの感染拡大が収束しないなか、景気回復ペースが低下し、政府が「分断」状態となる公算が大きいことから、近い将来、経済活動が再び縮小することも考えられる。12月に迫った財政の期限(政府閉鎖を回避するための歳出権限の延長や、新型コロナを受けた失業給付上乗せの延長を含む)も下振れリスクである。他方、ワクチンや有効な治療薬の速やかな開発により、消費者が予想より早く通常の活動に戻る可能性はある。また、困難ではあるが、民主党が1月5日にジョージア州で行われる決選投票に勝利し上院を制する、あるいは新政権下で共和党と民主党の協力体

制を確立できれば、我々が予想する以上の財政支援策が打ち出される可能性もある。

図表 55: 米国経済見通し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年
実質GDP(季節調整済み前期比年率)	-5.0	-31.4	33.1	3.5	0.5	1.6	2.9	3.1	3.9	4.3	3.7	3.6	-3.6	2.8	3.5
実質GDP(前期比)	-1.3	-9.0	7.4	0.9	0.1	0.4	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9	0.9			
	(季節調整済み前期比年率%)												(前年比%)		
個人消費	-6.9	-33.2	40.7	4.5	1.1	3.4	5.4	5.3	6.6	5.8	4.9	4.7	-3.8	4.5	5.5
非住宅固定投資	-6.7	-27.2	20.3	3.5	3.3	1.7	3.0	4.3	4.2	4.9	5.9	6.1	-4.8	2.7	4.4
住宅投資	19.0	-35.5	59.3	44.0	13.6	5.6	1.8	1.1	0.2	-0.1	0.0	0.4	6.1	15.2	0.8
政府支出	1.3	2.5	-4.5	-4.9	-2.9	-2.9	-3.0	-1.1	-1.8	3.6	1.4	1.0	0.9	-3.0	-0.3
輸出(財・サービス)	-9.5	-64.4	59.7	7.4	2.6	1.9	2.5	1.7	2.3	2.3	2.6	3.4	-13.7	1.7	2.3
輸入(財・サービス)	-15.0	-54.1	91.1	13.3	8.8	4.0	7.5	8.5	8.3	9.3	7.2	6.4	-10.2	10.0	7.9
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比年率%ポイント)														
最終需要	-3.6	-27.9	26.5	3.2	0.3	1.9	2.9	3.0	3.8	4.1	3.6	3.6	-2.9	2.3	3.5
純輸出	1.1	0.6	-3.1	-1.1	-1.0	-0.4	-0.9	-1.1	-1.1	-1.2	-0.9	-0.7	-0.1	-1.3	-0.2
在庫投資	-1.3	-3.5	6.6	0.3	0.2	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.7	0.5	0.0
失業率(%)	3.8	13.0	8.8	6.7	6.4	6.2	6.0	5.7	5.2	4.7	4.3	4.0	8.1	6.1	4.6
非農業部門雇用者数(千人)	-303	-4427	1309	429	242	300	342	358	383	417	283	267	-748	310	338
住宅着工件数	1,484	1,079	1,430	1,490	1,500	1,495	1,472	1,460	1,464	1,460	1,458	1,453	1,371	1,482	1,459
(季節調整済み年率、千戸)	(前年同期比%)														
消費者物価	2.1	0.4	1.3	1.2	1.5	2.7	1.9	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.3	1.9	1.6
コア消費者物価	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.3	1.6	1.7	1.7	1.5
個人消費支出(PCE)デフレータ	1.7	0.6	1.2	1.3	1.4	2.1	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.2	1.7	1.4
コアPCEデフレータ	1.8	1.0	1.4	1.5	1.4	2.0	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.6	1.4
連邦財政収支(対GDP比%)													-14.9	-11.4	-4.7
経常収支(対GDP比%)													-3.5	-4.8	-5.8
FRB証券ポートフォリオ保有高(兆ドル)	4.37	6.14	6.43	6.96	7.26	7.56	7.86	8.16	8.43	8.70	8.97	9.24	6.96	8.16	9.24
政策金利	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125	0.125
2年物財務省証券利回り	0.23	0.16	0.13	0.15	0.15	0.15	0.18	0.20	0.23	0.26	0.30	0.34	0.15	0.20	0.34
5年物財務省証券利回り	0.37	0.29	0.28	0.40	0.35	0.40	0.50	0.70	0.85	0.95	1.05	1.10	0.40	0.70	1.10
10年物財務省証券利回り	0.70	0.66	0.69	0.85	0.75	0.75	0.90	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40	0.85	1.00	1.40

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. FRBの証券ポートフォリオ保有高、各種金利は期末値。政策金利は、フェデラルファンド(FF)金利誘導目標水準。6. 太字は実績値、その他は野村予想。7. 2020年11月12日現在。

出所: 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、野村

ユーロ圏経済: 様々なリスクを比較考量

欧州中央銀行(ECB)は2020年12月の政策理事会で包括的な緩和措置を打ち出すと予想される。有効なワクチンの開発は転機となり得るが、なお初期段階にある。当面、成長率とインフレ率に関する野村の見通しを据え置く。

景気動向

野村は最近、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染第二波により欧州全域で再び封鎖措置が導入されつつあることに対応して、ユーロ圏の成長見通しを下方修正した。我々は現在、20年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率が停滞し、21年1-3月期には前期比-0.5%になると予想している。ファイザー/BioNTechが有効なワクチン開発に成功したとのニュースは、転機となり得、経済が現在の予想(GDPの水準は22年末にコロナ禍以前の水準に戻るとみている)よりも迅速に回復する可能性がある。しかしながら、我々の見通しには、いくつかの下方リスクも残る。つまり、i) 米国では選挙後に見込まれていた追加財政刺激策の規模縮小が想定され、これがユーロ圏経済に悪影響を及ぼしかねない、ii) ワクチン開発への期待は、それが広く利用可能になるまで、各国政府が何らかの形で封鎖措置を延長する動機となり得る、iii) ワクチンが認可されても、すぐには誰もが利用できるようにはならない可能性がある(欧州委員会は、ファイザー/BioNTechから当初2億人分、追加分含め計3億人分のワクチンを購入する契約を結び、欧州全域に配布するとしているが、これでは全員をカバーできない、iv) ワクチンが承認されても、家庭や企業の信頼感が完全に回復するまでには時間がかかるかもしれない、といった点である。今後の見通しについて、野村の見通しに上振れリスクがあるかもしれないが、ワクチンの承認、製造、流通に関する詳細な情報が明らかになるまで、現時点での見通しを据え置く。

物価動向

20年10月のユーロ圏標準消費者物価(HICP)上昇率は前年同月比-0.3%と、9月と同率となり、前年割れの状態が続いている。前年比で上昇に転じるのは、21年1-3月期の終わり以降と予想される。その時点で、比較対象となる前年のエネルギー価格下落が押し上げ要因となるとみられるためだ。その後は、需要が徐々に回復し、経済のGDPギャップ((実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP)のマイナスが解消することが21年のユーロ圏のインフレを下支えするだろう。ただし、22年にはインフレ率の回復は頭打ちになるとみられ、野村の予想期間の終わり(22年末)の時点でHICP上昇率は前年比+1.1%と、ECBの目標を大幅に下回ろう。

金融政策

ECBは前回10月の政策会合で、12月に更新されるECBスタッフの経済見通しに基づき、政策理事会が12月にその経済見通しを支えるべく金融政策を「再調整」することを明確に示した。野村では、ECBが打ち出す措置に、少なくとも、パンデミック緊急資産購入プログラム(PEPP)の枠を拡大すること(我々は4,000億ユーロと予想、また購入期間は21年まで延長)、ならびにTLTROの利用条件をさらに優遇することが含まれるとみている。野村の予想では、中銀預金金利が0.10%ポイント(-0.50%から-0.60%へ)引き下げられることも想定しているが、ラガルドECB総裁の最近の発言からは、利下げは行われぬリスクもうかがえる。実際、見通しの中で、利下げは最も見方の分かれる要素であり、金融市場は現在、12月の利下げを0.02%ポイント(単純な確率に引き直すと5分の1)しか織り込んでいない。とは言え、(利下げを含む)包括的な措置を打ち出せ

ば、「可能な限りのあらゆる措置」を講じる姿勢を示すという意味で、GDPの低下と政策目標を一貫して下回っているインフレ率に対してECBがあらゆる措置を講じる用意があるとのメッセージをより強力に打ち出すことができよう。ファイザー/BioNTech社からのワクチン開発のニュースにより、これまで想定されていた大規模な措置を講じる必要性は後退したとみる向きがあるかもしれないが、野村では引き続き、ECBが包括的な措置を打ち出すと予想している。実際、一部の金融メディアは最近、ECBの情報筋の見方として、ワクチンは最終的に信頼性を押し上げ得るものの、ECBの12月の政策決定に及ぼす影響は小さいだろうとのコメントを紹介している。

図表 56: ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2020年	2021年	2022年
	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)		
実質GDP	-3.7	-11.8	12.7	0.1	-0.5	2.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	-6.6	5.0	2.6
個人消費	-4.5	-12.4	13.5	0.0	-0.5	2.5	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	-7.5	5.3	2.8
総固定資本形成	-5.1	-17.1	12.0	-0.1	-0.8	2.0	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	-9.6	2.3	2.6
政府消費	-0.8	-2.5	10.0	0.5	0.5	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	3.0	7.1	1.9
輸出(財・サービス)	-3.8	-18.8	11.0	0.3	-0.2	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	-12.7	1.7	3.6
輸入(財・サービス)	-2.9	-18.3	10.0	0.2	0.2	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	-11.0	1.4	3.5
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比%ポイント)														
国内最終需要	-3.7	-10.9	12.0	0.1	-0.3	2.2	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	-5.5	4.9	2.4
在庫投資	0.5	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
純輸出	-0.5	-0.8	0.7	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	0.2	0.1
	(季節調整済み前期比年率%)														
実質GDP	-14.1	-39.5	61.1	0.2	-1.9	10.1	2.6	2.4	2.0	1.9	1.6	1.8	-6.6	5.0	2.6
失業率(%)	7.3	7.5	8.1	8.8	9.3	10.0	10.5	10.0	9.5	9.3	8.8	8.3	7.9	10.0	9.0
	(前年同期比%)														
雇用者報酬(一人当たり)	0.6	-4.6	-3.4	-2.5	-1.1	4.5	2.9	2.3	2.0	1.8	1.8	1.8	-2.5	2.1	1.9
労働生産性	-3.6	-12.2	-6.2	-5.3	-1.2	9.4	2.8	2.4	1.9	1.4	1.2	1.1	-6.8	3.4	1.4
単位労働コスト	4.2	7.6	2.8	2.8	0.2	-5.0	0.0	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.7	4.4	-1.2	0.4
	(前年同期比%)														
消費者物価(HICP)	1.1	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.6	1.0	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	0.3	0.7	1.1
コアHICP上昇率	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	0.5	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.7	0.7	1.1
ECB主要リファイナンス金利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中銀預金金利	-0.50	-0.50	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
3ヶ月物EURIBOR金利	-0.36	-0.42	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
10年物ドイツ国債利回り	-0.47	-0.45	-0.52	-0.60	-0.60	-0.55	-0.55	-0.50	-0.50	-0.50	-0.45	-0.45	-0.60	-0.50	-0.45
ユーロドル為替レート(ドル)	1.10	1.12	1.17	1.20	1.21	1.22	1.23	1.25	1.26	1.27	1.27	1.28	1.20	1.25	1.28

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率で、四半期平均。2. 金利・為替は期末値。3. 太字は実績値、その他は野村予測。4. 在庫投資は統計誤差を含む。5. 2020年11月12日現在。

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

英国経済：下振れリスクは無視できない

有効性の高いワクチンが開発されれば経済活動に重要な転機をもたらす可能性があるものの、まだ初期の段階で、英国の成長見通しを取り巻くリスクは、上振れ方向一辺倒ではない。

景気動向

ファイザー/BioNTechの COVID-19ワクチン臨床試験で高い効果が認められたことがこの1週間の見出しを飾ったが、高い関心が寄せられるのは当然のことであろう。新型コロナウイルスの感染第二波が猛威をふるっており(英国の1日当たりの新規感染者数は平均2万人を超え、死傷者数も350人近くと、5月下旬以来の高水準に達している)、有効なワクチンは明らかにゲームチェンジャーとなる可能性がある。

とりわけ、ワクチン開発は、我々が現時点の経済見通しで想定している(比較的)緩やかな経済活動の改善(ウイルス感染拡大の「緩やかな収束」予想に基づく)ではなく、21年の経済活動の予想される軌道に明確な変化をもたらす「重要な転機」となり得る。さらに、このニュースは消費者や企業の景況感に好影響を及ぼす可能性があり、ワクチンが広く利用可能になるよりかなり前から民間企業の需要が改善することも考えられる。しかし、ジョンソン首相がこのニュースに対して述べたように、ワクチン開発はまだ「非常に初期の段階」である。

リスクは上振れ方向だけではない。トンネルの終わりに光が見えれば、政府は行動制限を維持する同意を得やすくなり、より長期間にわたり、規制措置を実施しようとするかもしれない。その場合、短期的な成長見通しに悪影響を及ぼそう。また、その他の問題として、欧州連合(EU)との自由貿易合意に至らないまま、離脱移行期間の終了を迎えるリスクが残っており、また、米国の大統領・議会選挙の結果として、野村は(追加財政刺激策の縮小が見込まれることに基づき)米国の成長率を下方修正したが、これが21年の世界及び英国の成長率に及ぼすであろう影響についても認識している。少なくとも、我々が見通しを更新する12月までに、承認を必要とするすべてのワクチン開発をめぐる状況と、EU離脱交渉に関して、その進捗/展望を判断する材料が大幅に整うだろう。EU離脱交渉に関しては12月31日の移行期間終了前に何らかの合意の望みがあるとすれば、その時期には結論に近づいている必要がある。いずれにせよ、最近のワクチン開発のニュースにもかかわらず、英国経済は10-12月期および21年1-3月期のGDPの減少を回避することはできないだろう。

物価動向

20年7~8月にかけては、接客サービスに対する付加価値税の期間減税と、飲食店を支援する補助金スキームのため、インフレ率が大きく変動したが、9月の消費者物価(CPI)上昇率は前年同月比+0.5%と、過去4ヶ月の平均に概ね沿った結果となった。野村では、年内のインフレ率が9月と同水準もしくはわずかに上昇して推移し、その後、21年前半には比較対象となる前年の低いエネルギー価格を反映して上向くと予想している。なお、イングランド銀行(BOE:中央銀行)の直近の見通しでは、予想期間の終わりの時点でのインフレ予想が下方修正され、政策目標の+2%に近づいた。

金融政策

BOEは11月5日に終了した金融政策委員会(MPC)で資産購入枠を1,500億ポンド拡大し、今後の政策対応における柔軟性を大幅に高めた。MPCは、当面は現行の週44億

ポンドという購入ペースを維持し、21年のいずれかの時点でこれを縮小できると期待している。この1週間のワクチン開発を巡る報道は、確かにそうした期待を後押しするだろう。ただし同様にBOEは、必要に応じて週次の購入ペースを引き上げることも可能である。このことは、引き続き(マイナス金利ではなく)量的緩和が金融政策の拡張手段となることを示唆している。

図表 57: 英国経済見直し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2019年	2020年	2021年	2022年
	(季節調整済み前期比%)												(前年比%)			
実質GDP	-2.5	-19.8	15.5	-1.5	-1.0	3.5	2.5	1.3	0.9	0.6	0.5	0.5	1.3	-11.0	3.5	4.7
民間消費	-3.0	-23.7	17.9	-2.5	-1.5	3.0	2.5	1.5	1.0	0.7	0.6	0.5	0.9	-14.3	1.5	5.1
総固定資本形成	-1.0	-21.6	15.1	-1.0	-0.8	1.0	0.9	1.8	0.7	0.4	0.4	0.3	1.5	-12.1	0.7	3.3
政府消費	-3.9	-14.6	7.8	1.0	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	4.1	-10.4	2.6	2.5
輸出(財・サービス)	-10.7	-11.0	5.1	5.7	0.5	2.5	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.8	-11.9	6.9	2.8
輸入(財・サービス)	-9.2	-22.7	13.2	2.0	1.0	1.5	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	3.3	-20.9	3.6	2.5
GDPへの寄与度	(季節調整済み前期比%ポイント)												(前年比%ポイント)			
在庫投資	-0.5	-0.7	1.6	-1.0	0.0	0.5	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.2	0.1
純輸出	-0.5	3.6	-2.1	1.1	-0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	3.1	1.1	0.2
	(季節調整済み前期比年率%)												(前年比%)			
実質GDP	-9.7	-58.7	78.0	-5.7	-3.7	14.7	10.2	5.2	3.5	2.2	1.9	1.9	1.3	-11.0	3.5	4.7
失業率(%)	3.9	3.9	4.8	7.5	8.5	7.5	7.0	6.7	6.5	6.3	6.1	6.0	3.8	5.0	7.4	6.2
	(前年同期比%)															
週平均賃金	2.4	-1.3	1.3	3.5	4.7	8.2	5.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.4	1.5	5.4	3.0
消費者物価(HICP)上昇率	1.7	0.6	0.6	0.7	0.8	1.4	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	0.9	1.3	1.8
コアCPI上昇率	1.6	1.4	1.3	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.7	1.4	1.6	1.7
政策金利(バンクレート、期末値)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.75	0.10	0.10	0.10
資産購入プログラム(十億ポンド)	459	631	695	745	800	845	870	895	895	895	895	895	445	745	895	895
3ヶ月物銀行間金利(%)	0.60	0.14	0.06	0.05	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	0.20	0.25	0.79	0.05	0.15	0.25
10年物国債利回り	0.36	0.17	0.23	0.30	0.40	0.40	0.45	0.45	0.50	0.50	0.55	0.60	0.82	0.30	0.45	0.60
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.89	0.91	0.91	0.92	0.90	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.85	0.92	0.88	0.88
ポンド対ドル相場(ドル)	1.24	1.24	1.29	1.30	1.35	1.37	1.37	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.33	1.30	1.42	1.42
ポンド(貿易加重平均)	77.5	75.8	77.1	76.6	78.5	79.6	79.5	81.1	81.1	81.1	81.1	81.1	80.1	76.6	81.1	81.1

注: 1. 失業率は労働力人口に対する比率。2. 金利・為替は期末値。3. 在庫投資は統計誤差を含む。4. 太字は実績値、その他は野村予想。5. 2020年11月12日現在。

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

中国経済:「内向き」に転じつつ「様子見姿勢」

向こう数四半期においては成長回復が続こうが、逆風が続くため、回復のペースは緩やかなものとなるだろう。政府は「様子見姿勢」を続ける公算が大きい。

景気動向

中国経済は新型コロナウイルスの影響から急回復している。その要因には、厳格な封鎖措置、大規模な検査、感染経路の追跡、そして経済規模が大きいこと(これによって国外の景気悪化の影響を受けにくくなっている)、そして信用拡大を通じた財政刺激策があると考えられる。20年末にかけて、サービスセクターは緩やかながら一段と回復し、小売売上高は着実に改善し、固定資産投資の伸びは高水準が続くと見込む。しかし逆風はまだ続いている。国外における新型コロナ感染拡大第2波の影響を受けるリスクがまだあり、抑制されていた需要が顕在化しているが、その勢いがやや弱まると見込まれ、医療用品の輸出も間もなくピークアウトするか、すでにピークを打った可能性があり、政府は不動産市場の鎮静化に確固たる姿勢で取り組んでいるためだ。さらに、国内の社会的距離確保措置の一部は21年春まで延長される可能性があるほか、米中関係の不確実性の高まりは、中国の輸出と関連する製造業投資の重しとなりかねない。我々は、10-12月期の実質GDP成長率の予想を前年同期比+5.7%に据え置く(7-9月期は同+4.9%)。その結果、通年の実質GDP成長率は前年比+2.1%になると予想する。

物価動向

消費者物価(CPI)の前年同月比でみた上昇率は、主に19年の豚肉価格高騰を反映して、20年末には+0%前後に低下すると予想される。一方、生産者物価(PPI)上昇率は、エネルギー価格と商品価格が引き続き軟調に推移しているため、今後数ヶ月は同-2.0%前後にとどまりそうだ。

政策動向

政府は今年いっぱい「様子見姿勢」を維持し、緩和にも引き締めにも動かないと我々は考える。財政政策については、年前半に策定した予算・国債発行計画を実行すると予想する。金融・信用政策については、通貨・信用の伸びを加速させる時期は終わったと考えられるが、年内を通じて現在の伸び率を維持する可能性が高い。一方、向こう数四半期、預金準備率と中期貸出ファシリティ(MLF)金利の引き下げは予想していない。対外的に懸念材料が増える中、政府の新たな基本方針は、輸入代替(自給自足)や内需拡大といった「内部循環」(国内経済)を重視する姿勢に転換していることがますます明らかになりつつある。

リスク要因

上振れリスクとしては、世界的に流行している新型コロナウイルスのより速やかな封じ込めとより積極的な景気刺激策実施が挙げられる。他方、下振れリスクには、新型コロナの深刻な感染第2波到来、想定を上回る外需の落ち込みや米中間の対立再激化、債務不履行の急増、不動産市場の調整が挙げられる。

図表 58: 中国経済見通し要約表

(%)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2019年	2020年	2021年	2022年
	(前年同期比%)								(前年比%)			
実質GDP	-6.8	3.2	4.9	5.7	19.1	8.2	6.1	5.7	6.1	2.1	9.4	5.3
GDPへの寄与度	(前年同期比%ポイント)								(前年比%ポイント)			
最終需要	-4.4	-2.4	1.7						3.5	-0.5	5.8	3.2
総固定資本形成	-1.5	5.0	2.6						1.9	2.3	3.5	2.0
純輸出(財・サービス)	-1.0	0.5	0.6						0.7	0.3	0.1	0.1
	(前年同期比%)								(前年比%)			
消費者物価(CPI)上昇率	5.0	2.7	2.3	0.6	0.4	1.0	0.7	1.1	2.9	2.7	0.8	1.4
コア消費者物価	1.2	1.0	0.5	0.9	1.4	1.6	1.8	1.5	1.6	0.9	1.6	1.3
生産者物価(PPI)	-0.6	-3.3	-2.2	-1.6	-0.4	2.7	2.2	1.6	-0.3	-1.9	1.5	0.6
小売売上高(名目)	-19.0	-4.0	0.9	5.0	34.0	13.0	7.1	6.0	8.0	-4.3	15.0	6.3
固定資産投資(名目、年初来)	-16.1	-3.1	0.8	2.5	28.9	13.0	10.4	9.6	5.4	2.5	9.6	5.2
鉱工業生産(実質)	-8.4	4.4	5.8	5.8	19.0	6.5	6.0	5.0	5.7	1.9	9.1	5.1
輸出(米ドル建て)	-13.3	0.1	8.8	4.5	18.7	2.9	-4.4	0.0	0.5	0.6	3.0	1.0
輸入(米ドル建て)	-2.9	-9.7	3.2	0.0	8.3	16.3	8.2	6.1	-2.7	-2.2	9.5	3.0
貿易収支(10億米ドル)	13.1	154.7	158.3	146.9	65.1	96.5	104.9	113.8	421.1	483.1	365.1	323.7
経常収支(対GDP比%)	-1.1	3.1	2.4	1.8	-0.6	0.6	0.4	0.5	1.0	1.5	0.2	-0.1
財政収支(公式、対GDP比%)									-4.9	-7.4	-6.0	-5.0
財政収支(広義、対GDP比%)									-7.1	-13.1	-8.0	-7.0
銀行貸出残高(元建て)	12.7	13.2	13.0	13.0	12.5	12.3	12.2	12.1	12.3	13.0	12.1	11.5
社会融資総量残高	11.5	12.8	13.5	13.1	12.6	12.4	12.3	12.2	10.7	13.1	12.2	11.5
広義の社会融資総量残高	11.2	12.3	13.0	12.6	12.1	11.9	11.8	11.7	10.4	12.6	11.7	11.1
マネーサプライM2	10.1	11.1	10.9	10.6	10.2	10.0	9.9	9.9	8.7	10.6	9.9	9.3
1年物中期貸出ファシリティ金利(%)	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	3.25	2.95	2.95	2.95
7日物リバースレポレート(%)	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.50	2.20	2.20	2.20
預金準備率(大手銀行、%)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	13.0	12.5	12.5	12.5
人民元/米ドル為替レート(人民元)	7.09	7.07	6.81	6.55	6.40	6.30	6.50	6.70	6.97	6.55	6.70	6.80

注: 1. 公式の財政収支は中央政府・地方政府の一般会計。広義の財政赤字は、中央・地方の特別債、国有鉄道・政策銀行、地方政府調達機関を含む、連結ベース、財政年度は1月~12月。2. 為替レートはオンショア市場のスポットレート、期末値。金利も期末値。3. 太字は実績値、その他は野村予想。4. 2020年11月12日現在。

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

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、(a)日本の野村證券(「NSC」)、(b)ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH(「NFPE」)、(c)英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、(d)米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、(e)香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、(f)韓国のノムラ・ファイナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、(g)シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、(h)オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、(i)マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、(j)台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、(k)インドのノムラ・ファイナンシャル・アドバイザー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: 91 22 4037 4037、ファックス: 91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): INZ000255633、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスーズ・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。リサーチ・レポートの表紙の個人名の横に記載された「ベルダーナ」は、「PT ベルダーナ セキュリタス インドネシア(「ベルダーナ」)に雇用された従業員が、リサーチパートナーシップアグリーメントに基づき、NIHK に対してリサーチ・アシスタントのサービスを提供することを示しています。ベルダーナと当該個人はいずれもインドネシア国外でのライセンスを有していません。

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

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

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

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

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

であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の重複、複製、再配信、再配布あるいは使用は、金融商品と指数の作成においては、いかなる目的であっても、その全部または一部を含んでの利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるもののすべての部分について、獨創性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、特定の目的に対する適性に関する表明、保証または約束を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

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

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスおよび事業の見通しに関する期待、予想、示唆が含まれている場合、係る予想は将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資ストラテジー、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義する"ベンチマーク"としての"使用"を意図したものではありません。

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

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

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

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

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

フィナンシャルアドバイザーからの助言を、妥当なものであるとして受けることを含め、証券購入の決定をする前に、自身の特定の投資目的、金融の状況又は特定の必要性を考慮する必要があります。

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

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者、UAE の「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

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

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

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

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製、撮影、再生成、または重複することあるいは(ii)再配信、再発行、再配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウ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(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

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

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合、2,860 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

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

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大 1.045%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合には最大 7,810 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国

や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第 142 号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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

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

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

Copyright ©2020 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.