

2022～24年度の経済見通し

-2023年前半の中弛みを乗り越えて回復継続-

目次

日本経済：2023年前半の中弛みを乗り越えて回復継続

- (1) 総括：2024年に向けて回復継続を見込むも、日銀のYCC調整には至らず
- (2) 輸出：供給制約緩和もグローバル景気後退が重石に
- (3) 鉱工業生産：供給制約に左右された4-6月期
- (4) 設備投資：設備投資意欲は堅調だが、供給制約がボトルネック
- (5) 雇用・所得：雇用所得の回復は先行きも維持されよう
- (6) 民間消費：リオープンと海外景気鈍化による影響が入り混じる
- (7) 民間住宅：資材高緩和により緩やかに持ち直していく見込み

(8) 公共投資：注目される防衛関係費の予算計上

(9) 政府消費：7-9月期も感染再拡大により高止まる見込み

(10) 物価：22年年末までコアCPIの前年比加速が続こう

(11) 金融政策：2024年に向けてYCC据え置きがメインシナリオ

(12) 日本経済見通し

(13) 世界経済見通し

米国経済：高インフレと成長減速

ユーロ圏経済：景気後退の影が広がる

英国経済：成長減速のなか、利上げ加速へ

中国経済：22年後半の景気は回復するも過熱には至らず

野村証券金融経済研究所 経済調査部

森田 京平、美和 卓、岡崎 康平、高島 雄貴、伊藤 勇輝

要約と結論

1. 4-6月期GDP統計(1次速報)発表を踏まえ、野村では日本経済の見通しを改定した。また今回、新たに24暦年、年度を見通し期間に加えた。改定後の見通しでは、実質GDP成長率(前年度比)は22年度+1.5%(前回見通し+2.2%)、23年度+1.4%(同+0.6%)、24年度+1.4%となり、回復が複数年にわたって続くシナリオが描かれている。景気のパターンとしては、23年前半が正念場となりそうだ。特に、(1)個人消費の鈍化、(2)モノの輸出に対するブレーキ、(3)公共投資の下振れ、などが警戒される。こうしたリスクを横目に見ながらも、(i)賃金の伸び、およびコロナ下での経済活動再開を背景とするサービス消費の底堅さ、(ii)インバウンド需要の改善に象徴されるサービス輸出の回復、(iii)交易条件の悪化でむしろ意義が増すデジタル・省力化投資などを背景に、緩やかな回復が24年に向けて続くと野村ではみている。
2. 我々は、コアCPI(消費者物価指数：生鮮食品を除く総合)で評価したインフレ率(前年度比)を22年度+2.4%(前回見通し2.4%)、23年度+0.8%(同+1.0%)、24年度0.0%とみる。4月以降、前年比2%を超えているインフレ率も、エネルギー価格による押し上げ効果が剥落することで24年に向けて低下しそうだ。今後のインフレを見通すうえでは、(1)供給制約による部分、(2)実体経済の強弱で醸成される部分の識別が問われる。野村がインフレ率の低下を見込む背景は(1)の剥落にある。一方、24年に向けた景気回復継続シナリオの下、需給ギャップも24年にはプラス(需要超過)に転じると見込む。(2)を反映しやすいコアCPI(アルコール以外の食料・エネルギーを除く総合)はゼロ%台半ばで推移しよう。この意味でデフレの再来ではない。
3. 日本銀行が目指している安定的な2%インフレは、景気が良くなった結果としての2%インフレではない。景気が良からうが悪からうが、通奏低音のごとく2%が意識されて物価が形成されている状態を指す。これはフィリップス曲線の切片(需給ギャップがゼロの時に実現するインフレ率)が2%近辺にある状態と言い換えられる。日本経済はこの状態には程遠い。日銀がYCC(イールドカーブ・コントロール)の調整に打って出る姿は、24年に向けてメインシナリオに入らない。

予測要約表

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2022年8月15日時点]

		22年度 (予)	23年度 (予)	24年度 (予)	22暦年 (予)	23暦年 (予)	24暦年 (予)
国内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	1.5	1.4	1.4	1.2	1.5	1.4
	<内需寄与度>	1.6	1.3	1.2	1.6	1.3	1.3
	<民間内需>	1.8	1.4	1.1	1.8	1.5	1.2
	<公的内需>	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.1
	<外需寄与度>	-0.1	0.1	0.2	-0.3	0.2	0.1
	民間最終消費支出	3.1	1.4	1.1	3.0	1.8	1.1
	民間住宅投資	-3.3	0.8	-1.0	-3.9	0.6	-0.7
	民間企業設備投資	2.6	3.6	3.2	1.1	3.7	3.5
	民間在庫品増減<寄与度>	-0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0
	政府消費	0.0	0.0	1.1	0.8	-0.6	1.1
	公的固定資本形成	-3.9	-1.7	-4.2	-7.4	-1.1	-3.1
	財貨・サービス輸出	2.3	1.7	3.4	3.0	1.5	3.1
	財貨・サービス輸入	3.1	1.2	2.5	4.9	0.6	2.6
	名目国内総生産(GDP)	1.9	2.2	1.4	1.4	2.3	1.6
GDPデフレーター	0.4	0.8	0.0	0.1	0.8	0.2	
生産 ・ 物 価	鉱工業生産	-1.4	1.6	3.1	-1.3	0.7	2.8
	国内企業物価	5.2	-2.6	-0.7	7.5	-2.1	-1.1
	消費者物価	2.5	0.8	0.0	2.3	1.2	0.1
	除く生鮮食品	2.4	0.8	0.0	2.1	1.2	0.1
	完全失業率(%)	2.6	2.5	2.3	2.6	2.5	2.4
対 外 収 支	貿易収支(兆円)	-13.9	-12.0	-10.9	-12.4	-12.3	-11.6
	貿易・サービス収支(兆円)	-18.3	-16.3	-14.8	-17.2	-16.8	-15.6
	経常収支(兆円)	4.0	6.4	9.3	5.5	5.2	8.5

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

	2022年度	2023年度	2024年度
ドル円相場(年度末値)	125.0	120.0	120.0
消費税率(期末値、%)	10.0	10.0	10.0
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	95.6	87.6	82.3

出所: 野村

日本経済：2023年前半の中弛みを乗り越えて回復継続

(1) 総括：2024年に向けて回復継続を見込むも、日銀のYCC調整には至らず

2022～24年度経済見通し改定：日本経済は23年前半の中弛みを乗り越えて回復継続

4-6月期GDP統計(1次速報)発表を踏まえ、野村では日本経済の見通しを改定した。また今回、新たに24暦年、年度を見通し期間に加えた。

改定後の見通しでは、実質GDP成長率(前年度比)は22年度+1.5%(前回見通し+2.2%)、23年度+1.4%(同+0.6%)、24年度+1.4%となり、回復が複数年にわたって続くシナリオが描かれている。

景気のパターンとしては、23年前半が正念場となりそうだ。特に、(1)個人消費の鈍化(米国のリセッション入りなどを背景とする消費者マインドの悪化)、(2)モノの輸出に対するブレーキ(2022年10-12月期と見込まれる米国のリセッション入り、グローバルな供給網の機能低下の恐れなど)、(3)公共投資の下振れ(財政政策の軸が公共投資の積み増しから、物価高対策など購買力の補填に移っている)、などが警戒される。

こうしたリスクを横目に見ながらも、(i)賃金の伸び、およびコロナ下での経済活動再開を背景とするサービス消費の底堅さ、(ii)インバウンド需要の改善に象徴されるサービス輸出の回復、(iii)交易条件の悪化でむしろ意義が増すデジタル・省力化投資などを背景に、緩やかな回復が2024年に向けて続くと野村ではみている。

経済見通しのリスク：米・欧景気の後退を背景にリスクは下向き

上述した通り野村では、日本経済が2023年前半に景気減速期を迎えながらも、回復のトレンド自体は続くともみている。ただしこれは、日本経済が海外経済から分離(decouple)して推移できるということを示唆するものではない。むしろ、米国やユーロ圏で見込まれる景気後退は、モノの輸出を中心に2023年前半の日本経済に下向きの圧力をかける。

一方で、2023年前半には、コロナ下での経済活動の再開や旅行支援に伴うサービス消費の伸び、インバウンド需要の改善に象徴されるサービス輸出の回復などが想定される。いわば時間軸上における「運の良さ」を背景に、2023年前半の日本経済を「後退」ではなく「減速」で踏みとどまらせるものとみている。

同時にこれは、野村見通しには下方リスクがあることを示唆する。コロナ下での政策展開や内外サプライチェーン(供給網)の安定性を丁寧にチェックし、加えて、G7(主要7か国)やG20(20か国・地域)の調停機能の低下に象徴される世界政治の「無医村化」への警戒をさらに強める必要がある。循環論だけで景気を展望できない難局にあつて、メインシナリオとリスクシナリオのバランスを継続的に評価する必要がある。

物価見通し：24年のコアCPIインフレ率はほぼゼロだがデフレ再来ではない

我々は、コアCPI(消費者物価指数：生鮮食品を除く総合)で評価したインフレ率(前年度比)を22年度+2.4%(前回見通し2.4%)、23年度+0.8%(同+1.0%)、24年度0.0%とみている。4月以降、前年比2%を超えているコアCPIインフレ率も、エネルギー価格による押上効果が剥落することで、2024年に向けてゼロ%に低下しそうだ。

今後のインフレを見通すうえでは、(1)供給制約に振り回される部分、(2)実体経済の強弱で醸成される部分の識別が問われる。野村がコアCPIインフレ率のゼロ近傍への低下を見込む背景は、あくまで(1)の剥落にある。一方、2024年に向けての景気回復

継続シナリオの下、需給ギャップも2024年にはプラス(需要超過)に転じると見込まれる。したがって(2)を反映しやすいコアコアCPI(アルコール以外の食料・エネルギーを除く総合)はゼロ%台半ば程度で推移しよう。この意味でデフレの再来ではない。

物価見通しのリスク: 上下双方向にリスクあり

物価見通しには上下双方のリスクがある。上向きのリスクとして、地政学的緊張が広域化かつ先鋭化することで、国内外の流通網が機能を弱め、エネルギー・食料・半導体など川上物価がさらに高騰するケースが挙げられる。このケースでは、企業がマージン確保のために強気な価格設定をすることになれば、一段と物価の上方リスクが強まることになる。

一方、上述したように景気見通しには下方リスクがあることから、それに応じた物価リスクも下向きとなる。また、日銀が2023年以降もYCCを据え置き、かたやFRB(米連邦準備制度理事会)が2023年後半にも利下げに転じることを市場が織り込み始めると、ドル円レートの低下(ドル安・円高)を通じて、物価に下向きの圧力がかかることが想定される。その際、ドル円が120円を下回る水準に低下すれば、物価への下方圧力は当社の想定を上回ることになる。

金融政策見通し: 2024年に向けてYCC据え置きがメインシナリオ

日本銀行が目指している安定的な2%インフレは、景気が良くなった結果としての2%インフレではない。景気が良からうが悪からうが、通奏低音のごとく2%が意識されて物価が形成されている状態を指す。これはフィリップス曲線の切片(需給ギャップがゼロの時に実現するインフレ率)が2%近辺にある状態と言い換えられる。日本経済はこの状態には程遠い。日銀がYCCの調整に打って出る姿は、2024年に向けてメインシナリオに入らない。

金融政策見通しのリスク: 総裁人事が日銀の政策反応関数を変えるケース

日銀では、2023年3月に両副総裁、4月に総裁の交代人事が待ち受ける。これが政策委員会における陣容の変化にとどまらず、日銀の政策反応関数自体を変えてしまうケースをリスクとして挙げることができる。安定的な2%インフレを物価の安定と位置付ける姿勢を維持しながらも、その達成までの期間の長期化を明示的に許容することで、新総裁下の日銀が金融政策(YCC)の調整余地をなし崩し的に広げる可能性は決して排除できない。

ただし、そのような日銀に対して市場が畏怖の念を抱く機会は(一段と)減るであろう。それが同時に、コミュニケーションを通じた政策伝達経路を狭める恐れもある。現時点では、YCCの調整はメインシナリオには入れがたい。

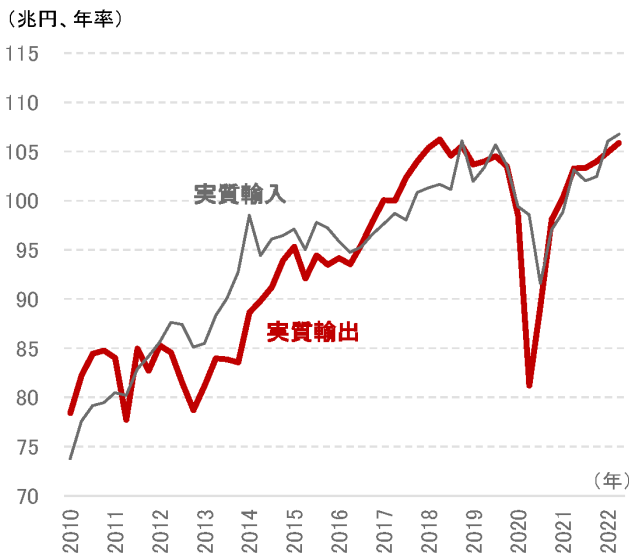
(2) 輸出: 供給制約緩和もグローバル景気後退が重石に

4-6月期の実質輸出はサービス中心に前期比増加

2022年4-6月期の実質輸出は前期比+0.9%となり、2020年7-9月期から8四半期連続での前期比増加を記録した。このうち財輸出が0.3%ポイント、サービス輸出が同+0.6%ポイントの寄与となっている(図表3)。季節調整方法の違いや実質化の有無などから必ずしも厳密な判断ができないが、国際収支統計によれば、海上貨物や金融サービス、旅行(業務)によるサービス輸出が増加の背景だ(図表4)。このうち海上貨物及び旅行(業務)については、経済活動再開に伴うサービス収支受取の増加と解釈できるだろう。金融サービスの受取増については、為替取引や海外資産取引の増加、あるいはグローバルな金融引き締めを背景に、海外融資から発生する貸し手側FISIM(間接的に計測される金融仲介サービス)が増加した可能性が考えられる。いず

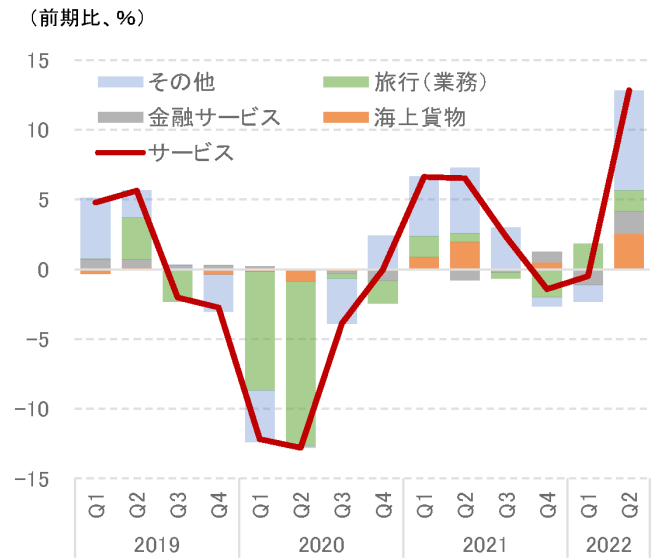
れも今しばらくサービス輸出の改善に寄与する可能性がある項目である。

図表 3: 実質輸出入の推移



注: 実質・季節調整値
出所: 内閣府資料より野村作成

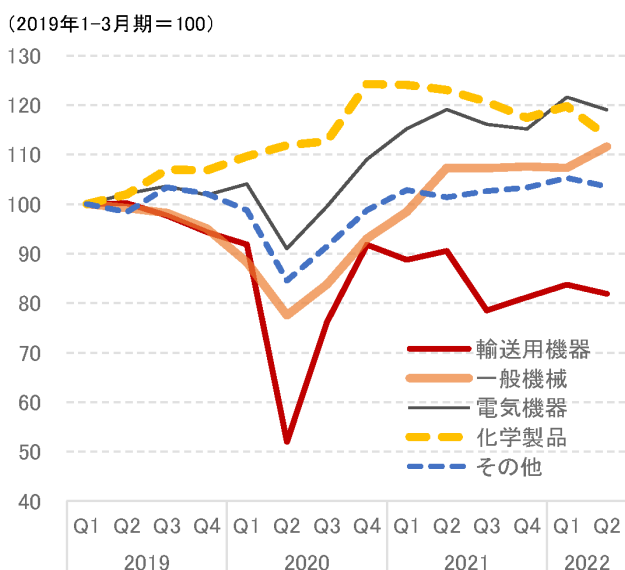
図表 4: サービス収支の推移



注: 名目・季節調整値・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

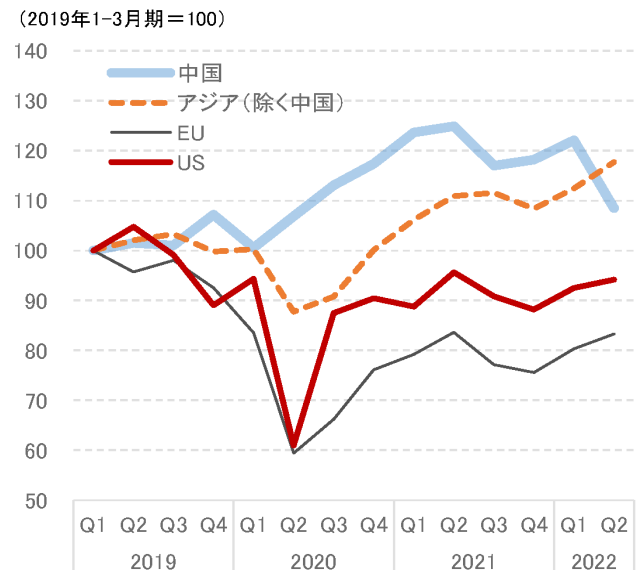
財別の実質輸出の動向に目を転じると、4-6月期は一般機械(前期比+4.0%)が全体をけん引したものの、輸送用機器(同-2.2%)や電気機器(同-2.1%)などは減少した(図表 5)。3月頃に発生した中国のロックダウンの影響を受け、日本の製造業が生産調整を余儀なくされたこともあり、全体として財の輸出は伸び悩んだと言えるだろう。地域別にみると、米国(同+1.8%)、EU(欧州連合)(同+3.7%)、アジア(除く中国、同+4.7%)向け輸出が増加した一方、中国(同-11.1%)向け輸出が大きく減少した(図表 6)。世界経済には既に停滞感が漂い始めているものの、ロックダウン(都市封鎖)の影響を受けた対中輸出を除けば概ね全般的に堅調な伸びを記録したと言える。

図表 5: 実質輸出の推移(財別)



注: 実質・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: 実質輸出の推移(地域別)



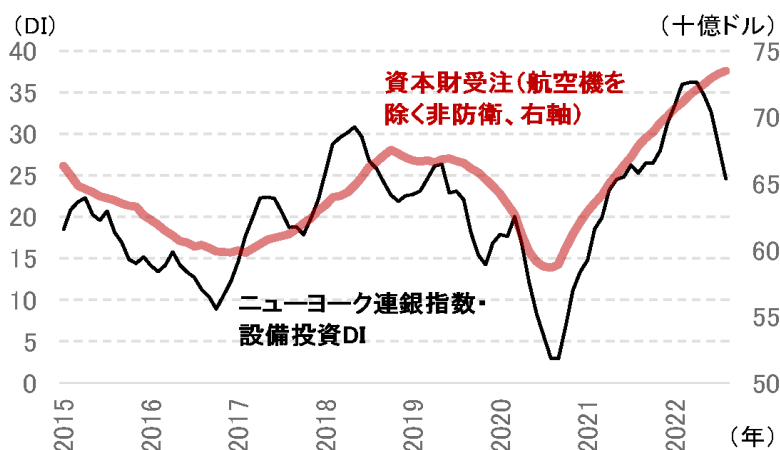
注: 実質・季節調整は野村による。
出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

欧米の金融引き締めが日本の輸出にも下押し材料に

財輸出の先行きを考える上は、まず供給制約の状況を確認する必要がある。鉱工業指数のパート(3) 鉱工業生産:供給制約に左右された4-6月期 (図表 15、図表 16) で詳述するが、日本・中国・グローバルそれぞれで見たサプライチェーンの状況は7月時点まで機能改善方向に変化している。この状況が続けば、対中輸出のリバウンドが7-9月期の実質輸出を押し上げることが期待される。実際、7月の貿易統計でも、輸送用機器を中心に実質輸出が増加した。ただし、中国国内では7月以降もコロナの感染が散発的に発生していることから、4-6月期からのリバウンドが十分に発現しないリスクには注意が必要だろう。

また、今後は米国・EU・中国などで景気減速感が強まる可能性が高い。インフレの高進が民間消費を下押し始めることに加え、FRBやECB(欧州中央銀行)による金融引き締めが設備投資の押し下げに寄与し始めると考えられるからだ。実際、米国の設備投資に先行する傾向があるニューヨーク連銀指数・設備投資DIは、2022年初から低下に転じている (図表 7)。輸送用機器や一般機械、電気機器などの資本財が輸出の大宗を占める日本経済からすると、米国の雇用増加ペースが鈍化せずとも(=米国経済が誰もが認める景気後退に陥らずとも)、景気下押し圧力が波及しやすい環境になりつつあると言えるだろう。

図表 7: 米国資本財出荷とニューヨーク連銀指数・設備投資DI



注: ニューヨーク連銀指数は設備投資DI(6か月先)。3か月後方移動平均値。

出所: ブルームバーグ資料より野村作成

インバウンド需要の回復想定を後ろ倒し

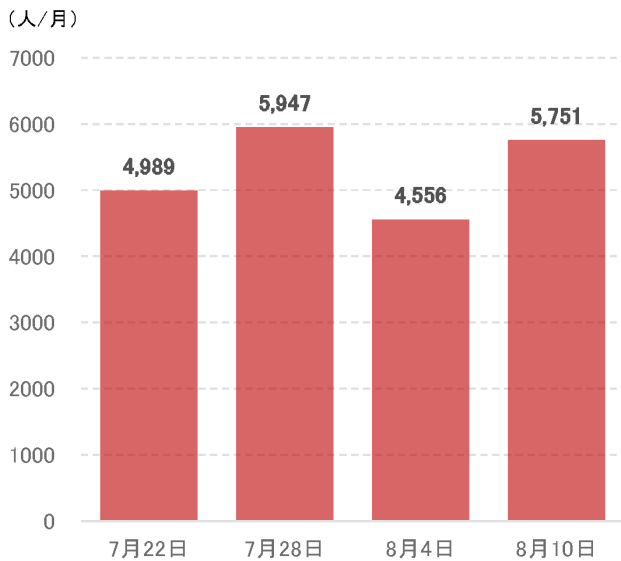
一方、サービス輸出の今後に関して重要なのは、インバウンド需要の回復動向だ。日本政府は6月10日に外国人観光客の受け入れを再開したが、その対象は(1)水際対策における「青」区分の国・地域からの外国人観光客であって、(2)旅行業者等を受入れ責任者とする添乗員付きパッケージツアーに参加する者に限定されている。日本政府は、水際対策の緩和に対して慎重なスタンスを維持していると言って良いだろう。

実際、6月1日から、1日当たり入国者数の上限が2万人に引き上げられたものの、6月の1日当たり入国者数は1万1,500人程度に止まった。上限引き上げの成果は上がっているとはいえ、直ちに入国者数が上限いっぱいまで回復する状況ではなさそうだ。また、6月の1日当たり入国者数1万1,500人のうち、6,500人/日は日本人の帰国者である。外国人入国者は約5,000人/日という計算になるが、このほとんどが非観光目的で

の入国者である(7月25日の観光庁長官記者会見によれば、6月全体での観光目的入国外国人は252人だった)。

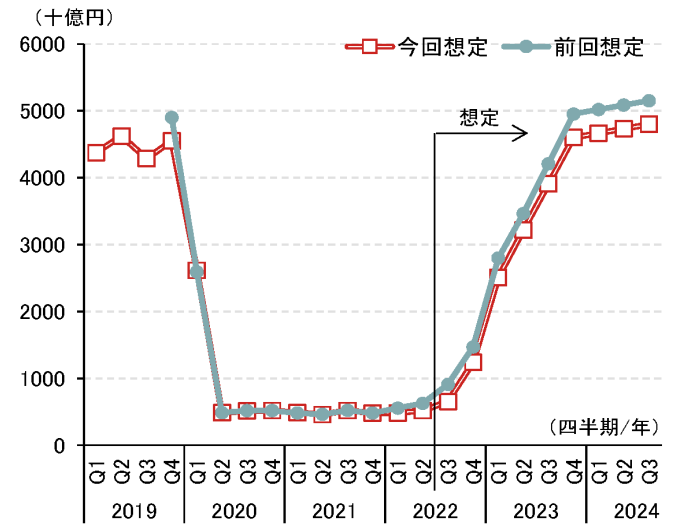
国土交通省がERFS(入国者健康確認システム)に基づいて公表している外国人観光客新規入国希望者数を見ても、概ね目先の外国人観光客数は月あたり5,000人~6,000人程度と見ておくのが適切だろう(図表8)。日本国内でコロナの感染第7波が拡大していることもあり、インバウンド需要の回復は従来の野村予想からやや後ろ倒しせざるを得ない状況だ。今回の経済見通しでは、全体としてインバウンド需要の回復が遅れる方向に予測を改定した(図表9、図表10)。

図表 8: 入国希望の有る外国人観光客数



注: ERFS(入国者健康確認システム)への登録データを基に国土交通省がまとめたデータから計算。横軸は国交省による発表があった日付を示している。国交省は先行きの期間を区切って登録者数を公表しているが、発表日の翌月よりも先については「〇月以降」という形式でのみ登録者数を公表している(8月10日発表分であれば、「10月以降」として2,810人の登録があったことを公表)。この部分については、便宜的にその月1か月分の登録者としてカウントし、本図表の計算に用いている。なお、あくまでERFSへの登録者数のデータであるため、登録しても必ず入国するとは限らない点に注意。
出所: 国土交通省資料より野村作成

図表 9: インバウンド需要の野村想定



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村

図表 10: インバウンド需要正常化に向けた野村の想定

時期	野村による定性面の想定	定量面の想定	
22年	6月	1日当たり入国者数の上限が2万人に緩和(ツアー客のみ)	コロナ前(19年平均)比2%程度
	7月	日本における参議院議員選挙(6月22日公示、7月10日投票)	同5%程度
	(7-9月: 国内の夏季休暇の時期)		
	9月	1日当たり入国者数の上限が3万人に緩和	同10%程度
	(9-11月: 紅葉のベストシーズン)		↓
	11月	1日当たり入国者数の上限が5万人に緩和(個人旅行にも対象拡大)	同17.5%程度
	秋ごろ	中国共産党・党大会(11月に開催の見込み)	↓
中国で海外渡航制限緩和に向けたアナウンス(?)			
23年	1月	1日当たり入国者数の上限を撤廃	同50%程度
	3月	中国における全人代(全国人民代表大会)	↓
	中国で海外渡航制限緩和に向けたアナウンス(?)		
7月	中国人訪日客の本格回復開始	コロナ前水準回復	

注: 各種報道等に基づく野村の想定である点に注意。
出所: 野村

ただし、2023年に向けてインバウンド需要がサービス輸出の回復を主導するとの見方

は変えていない。世界経済フォーラムが公表したように、日本の観光旅行先としての魅力は高い状態が維持されているからだ(図表 11)。水際対策の緩和が進むにつれて、日本のインバウンド需要は潜在水準に向けて回復の歩みを進めるだろう。

図表 11: 世界経済フォーラムによる旅行・観光開発指数のランキング

	順位			スコア		
	2021年	2019年	変化	2021年	2019年	変化
日本	1	2	1	5.25	5.21	-0.04
米国	2	1	-1	5.20	5.25	0.05
スペイン	3	5	2	5.15	5.16	0.00
フランス	4	6	2	5.13	5.14	0.01
ドイツ	5	4	-1	5.06	5.16	0.09
スイス	6	7	1	5.02	5.12	0.11
オーストラリア	7	8	1	5.00	5.06	0.06
英国	8	3	-5	4.97	5.20	0.24
シンガポール	9	9	0	4.96	5.03	0.07
イタリア	10	12	2	4.93	4.89	-0.04

注: 旅行・観光開発指数は5分野のサブ指数(内訳に112の個別指標)で構成されている。表中の「スコア」が、この旅行・観光開発指数を表している。指数の対象は117か国。なお、世界経済フォーラムはこれまでも同様の指数を公表してきたが、今回の2021年版では指数の計算方法が変更されている。表中の2019年の計数は、現行指数に基づいて遡及して算出されたもの。

出所: 世界経済フォーラム資料より野村作成

議論は生まれど原発再稼働のハードルは依然として高い

最後に、輸入の先行きに影響を及ぼす原子力発電所の再稼働状況に触れておこう。岸田首相は、7月14日の記者会見において、2022年度冬季において最大9基の原発について稼働を進める方針を明らかにした。ただし、原子力規制委員会の資料(7月6日時点)によると、既に日本では10基の原子力発電所が再稼働済みの状態にある。そのため、2022年度冬季における9基稼働確保との政府方針は、現行の規定による再稼働プロセス(2013年施行の新規制基準)を修正するものではない。あくまで再稼働状態にある原発を最大限活用するとのスタンスを確認する発言と理解すべきだろう。今回の野村による経済見通しでも、原発の再稼働前倒しは想定していない。

なお、日本国内で原発が再稼働した場合、1基あたりの貿易収支インパクト(赤字幅縮小効果)は約130億円/年と試算される。我々は2022/23/24年度の貿易収支を、それぞれ13.9兆円、12.0兆円、10.9兆円の赤字と予想している。原発再稼働がエネルギー由来のインフレ圧力を緩和し、貿易収支の赤字縮小効果を持つことは事実であるものの、日本経済が貿易赤字の状態から脱するか否かを左右する要素とは言いにくい点に注意したい。

今後、政府は「GX実行会議」(GXはグリーントランスフォーメーションの意味)において、「原発再稼働とその先の展開策など具体的な方策について、政治の決断が求められる項目」を明確化する予定だ。ウクライナ紛争の本格化によって、欧州を中心に先進国はエネルギー供給への不安が常態化しつつある。日本政府も、2022年度冬季に限らず、2023年度以降のエネルギー安定供給を視野に入れた検討を進めていくのだろう。

(3) 鉱工業生産: 供給制約に左右された4-6月期

素材産業で減産が目立った4-6月期

2022年4-6月期の鉱工業生産指数は、前期比-2.7%となった。業種別に内訳を確認すると、電子部品・デバイス工業(前期比-4.7%)や鉄鋼・非鉄金属工業(同一2.6%)、食料品・たばこ工業(同一-0.8%)が全体の押し下げに寄与した(図表 12)。全体として生産工程の上流に近い業種で減産幅が大きく、実際、財別の動きを確認すると鉱工業用生産財(同一-3.3%)が鉱工業生産指数全体の押し下げを主導したことが分かる。

図表 12: 業種別・財別の前期比寄与度

業種名	2020年		2021年			2022年		業種名
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
鉱工業	5.7	2.6	0.2	-1.9	0.2	0.8	-2.7	鉱工業
鉄鋼・非鉄金属	0.8	0.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	鉄鋼・非鉄金属
金属製品	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	金属製品
生産用機械	0.5	1.0	0.1	0.4	0.1	0.0	-0.2	生産用機械
汎用・業務用機械	0.8	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.2	汎用・業務用機械
電子部品・デバイス	0.1	0.6	0.0	0.1	-0.1	0.6	-0.8	電子部品・デバイス
電気・情報通信機械	0.7	0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1	0.0	電気・情報通信機械
輸送機械	2.1	-1.2	0.1	-1.5	0.2	0.3	-0.2	輸送機械
窯業・土石製品	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	窯業・土石製品
化学	-0.2	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	化学
石油・石炭製品	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	石油・石炭製品
プラスチック製品	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	プラスチック製品
パルプ・紙・紙加工品	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	パルプ・紙・紙加工品
食料品・たばこ	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	食料品・たばこ
その他	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	その他
鉱業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	鉱業
資本財	1.3	0.8	0.3	-0.2	-0.3	0.0	0.1	資本財
建設財	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	建設財
耐久消費財	1.1	-0.5	-0.4	-0.9	0.3	0.1	-0.5	耐久消費財
非耐久消費財	-0.6	0.3	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	非耐久消費財
鉱工業用生産財	3.7	1.7	0.2	-0.7	0.1	0.5	-2.4	鉱工業用生産財
その他用生産財	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	その他用生産財

(単位は前期比寄与度、%ポイント)

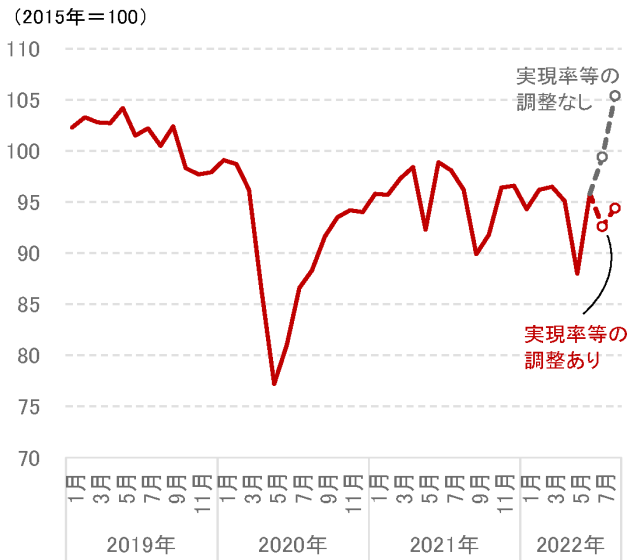
注: 四半期ベースの前期比に関する寄与度を表示している。セルの色は、各四半期の範囲において、より寄与度が大きい場合に濃い緑、小さい場合に濃い赤として塗り分けている。

出所: 経済産業省資料より野村作成

中国からの輸入は急減の後リバウンド

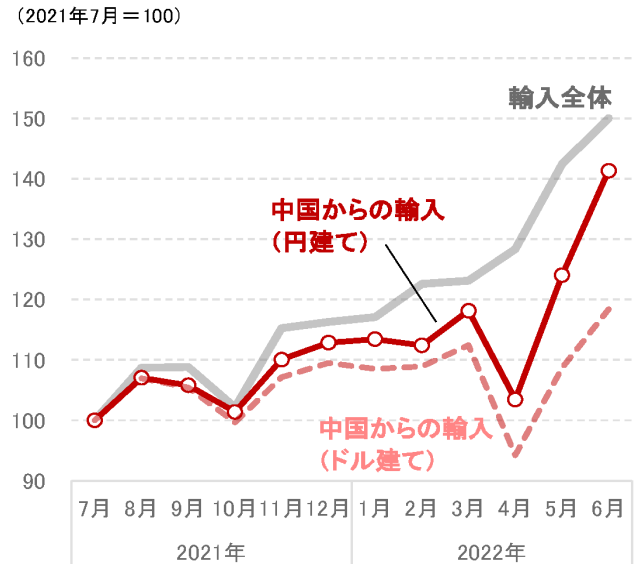
こうした動きの背景には、サプライチェーン(供給網)の混乱があると考えられる。中国では、コロナ(新型コロナウイルス感染症)の感染が3月ごろから再拡大したことを受け、上海市を含む複数の都市でロックダウン(都市封鎖)が実施された。その影響が4-6月期における日本の鉱工業生産指数にも表れた可能性が高い(図表 13)。実際、国別の輸入状況を確認すると、中国からの輸入額が4月に大きく落ち込んだ様子が確認できる(図表 14)。中国からの部品に依存する耐久消費財・資本財の生産活動が急停止するとともに、日本に所在する鉱工業生産財メーカーも操業調整を強いられたのだろう。

図表 13: 鉱工業生産指数の推移



注: 点線で示した7月・8月の計数は、製造工業生産予測調査に基づく計画値。灰点線は生産計画をそのまま示したもの、赤点線は直近3か月における生産計画の修正率(実現率等)を反映したもの。
出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 14: 名目輸入額の推移

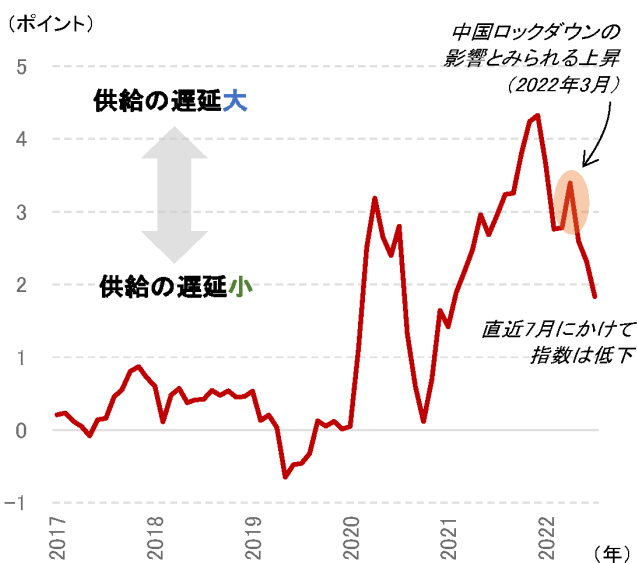


注: 名目・季節調整値(季節調整は野村による)。円建て。中国には香港・台湾を含んでいる。
出所: 財務省資料より野村作成

中国由来の供給制約は7月までにかかり緩和された

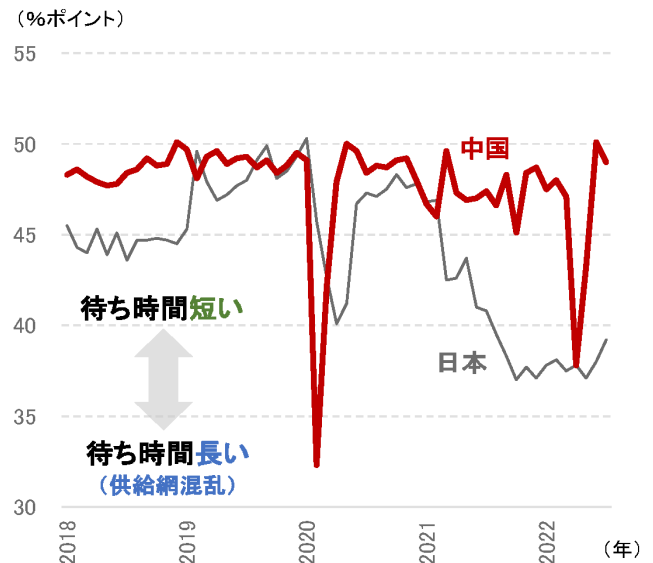
ただ、[図表 14](#)から明らかな通り、6月までに中国からの輸入額は3月以前の水準を回復している。3月ごろからの供給網混乱の影響は、概ね6月までに消化されたと言って良いだろう。その後も中国では散発的にコロナの感染拡大、及び局所的なロックダウンが発生しているが、グローバルな供給網の混乱を捉える「サプライチェーン圧力指数(GSCPI)」によれば、直近7月にかけて供給網の混乱が再燃した動きは確認できない([図表 15](#))。日中両国の製造業PMI・サプライヤー納期指数にも、7月にかけて供給網が混乱した様子はみられない([図表 16](#))。引き続き、中国初の供給網混乱リスクには注意が必要であるが、目先で日本国内の生産活動が混乱に陥る可能性は低い状況だ。

図表 15: サプライチェーン圧力指数(GSCPI)の推移



出所: ニューヨーク連銀資料より野村作成

図表 16: 日本及び中国のサプライヤー納期指数



注: 製造業の計数。中国の計数は財新PMIのサプライヤー納期指数を利用した。
出所: ブルームバーグ資料より野村作成

以上を踏まえると、日本の鉱工業生産指数は7-9月期・10-12月期に掛けて緩やかな回復軌道を維持すると考えられる。供給網の混乱が落ち着くことで挽回生産の動きが期待できることに加え、コロナの感染第7波による経済活動再開時期の後ろ倒しにより、鉱工業生産指数の回復も年後半にかけて継続する可能性が高まったと考えられる。

機械系産業を中心にグローバル景気による減産圧力が増す

一方、外需に関してはダウンサイド・リスクの顕在化が現実味を増している。米国・欧州・中国といった主要経済圏では、総じて景気減速・後退の懸念が強まっている。日本の製造業も、年後半には外需への依存度が高い業種を中心に減産圧力が増す可能性が高い。に示すように、「自動車及びトレーラー製造業」「その他の輸送機器製造業」「コンピュータ・電子光学機器製造業」「電気製品製造業」などは、付加価値生産に占める米国・EU・中国の比率が高い。今後予想されるグローバルな景気減速局面では、これらの業種を中心に国内生産活動の停滞リスクが意識されるだろう。

図表 17: 最終需要地別にみた各業種の付加価値比率

米国		EU(28か国ベース)	
業種	構成比(%)	業種	構成比(%)
産業合計	3.1	産業合計	2.1
自動車及びトレーラー製造業	18.1	その他の輸送機器製造業	9.2
コンピュータ・電子光学機器製造業	10.8	コンピュータ・電子光学機器製造業	7.3
その他の輸送機器製造業	9.7	鉱業支援サービス	7.0
電気製品製造業	9.4	管理支援サービス業	7.0
その他の機械及び装置製造業	9.3	自動車及びトレーラー製造業	6.6
金属素材(工業用原料)製造業	9.0	電気製品製造業	5.6
化学及び化学製品製造業	6.6	化学及び化学製品製造業	5.3
ゴム及びプラスチック製品製造業	6.2	その他の機械及び装置製造業	5.3
水上輸送業	5.4	金属素材(工業用原料)製造業	4.9
管理支援サービス業	4.6	水上輸送業	4.8

中国(台湾、香港含む)		韓国、ASEAN、インド	
業種	構成比(%)	業種	構成比(%)
産業合計	3.9	産業合計	3.0
コンピュータ・電子光学機器製造業	17.1	その他の輸送機器製造業	13.4
電気製品製造業	13.8	金属素材(工業用原料)製造業	12.2
化学及び化学製品製造業	13.6	その他の機械及び装置製造業	10.4
その他の機械及び装置製造業	13.2	電気製品製造業	9.1
金属素材(工業用原料)製造業	12.8	化学及び化学製品製造業	8.9
水上輸送業	11.8	コンピュータ・電子光学機器製造業	8.8
鉱業支援サービス	10.8	水上輸送業	8.6
ゴム及びプラスチック製品製造業	8.9	ゴム及びプラスチック製品製造業	6.9
他の非金属鉱物製品製造業	8.6	自動車及びトレーラー製造業	6.0
自動車及びトレーラー製造業	8.1	管理支援サービス業	5.7

注: 最終需要地ベースの輸出額を各業種の付加価値額全体(=日本国内に供給した付加価値を含むもの)で割ったもの。最終需要地ごとに上位10業種を表示している。データは2018年。

出所: OECD(経済協力開発機構)資料より野村作成

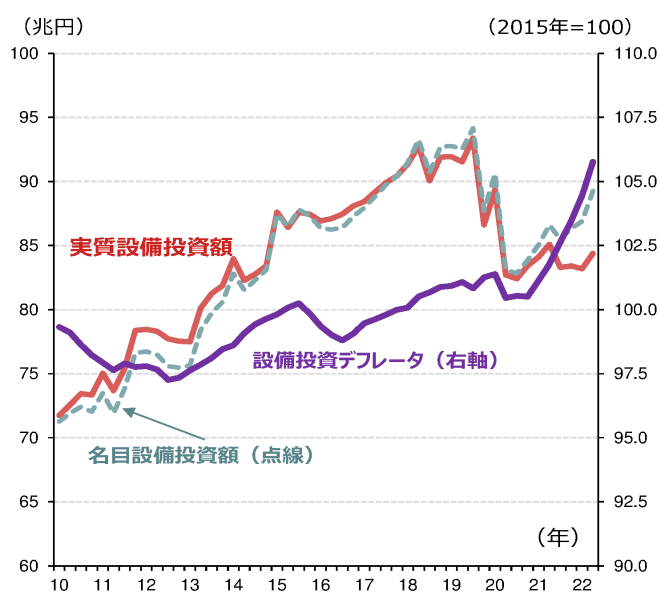
(4) 設備投資:設備投資意欲は堅調だが、供給制約がボトルネック

22年4-6月期の実質設備投資は前期比+1.4%と持ち直し

22年4-6月期の実質設備投資は前期比+1.4%と、前期から増加に転じた(図表 18)。

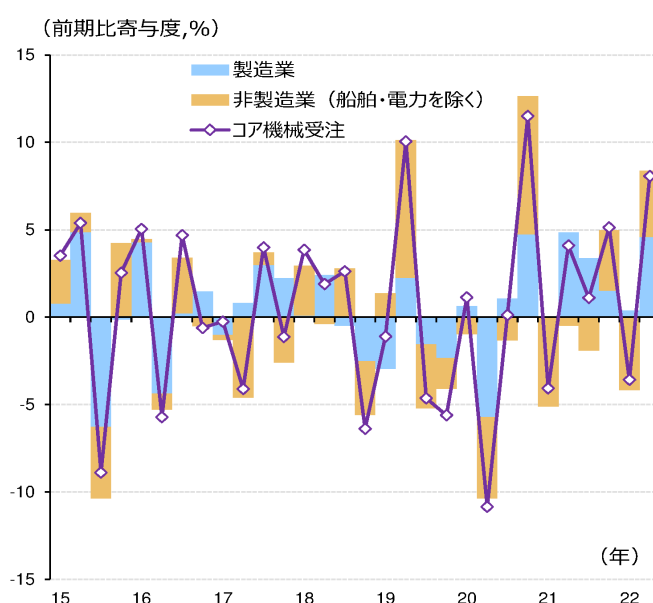
設備投資の関連指標であるコア機械受注(船舶・電力を除く民需)を見ると、22年4-6月期は前期比+8.1%と大きく持ち直した(図表 19)。業種別に見ると、製造業からの受注は同+9.1%、非製造業(船舶・電力を除く)は同+7.6%と、いずれも高めの伸び率となっている。具体的には、造船業(前期比寄与度+1.7%pt、コア機械受注全体に対する寄与度、以後同様)や卸売業・小売業(同+1.3%pt)、はん用・生産用機械(同+1.2%pt)、建設業(同+1.2%pt)、自動車・同付属品(同+0.9%pt)等が、4-6月期の機械受注を大きく押し上げた。

図表 18: GDPベース設備投資の推移



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 19: コア機械受注の推移と寄与度分解

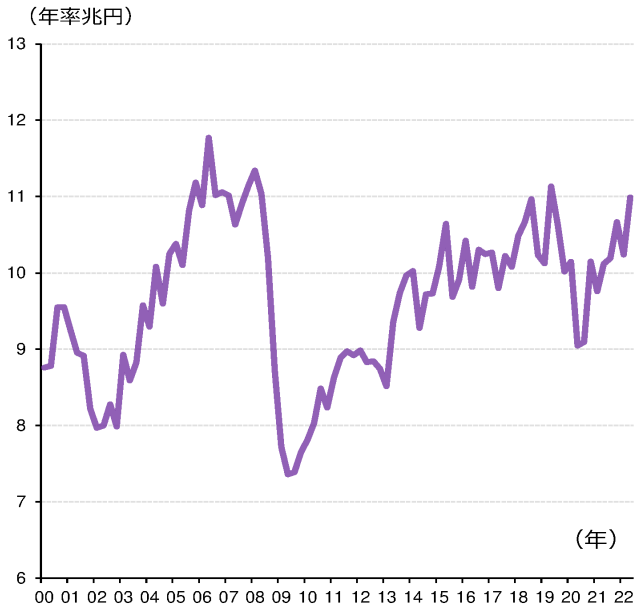


注: 四半期ベースで表示している。

出所: 内閣府資料より野村作成

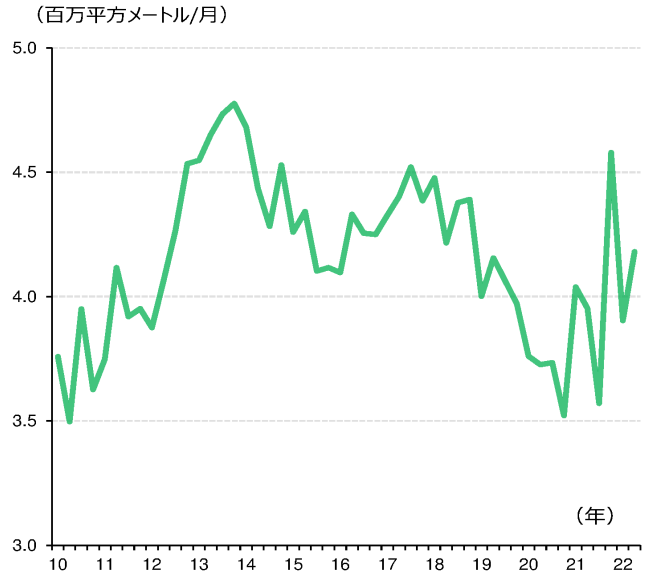
数量ベースで見た設備投資の動きを捉えるため、日本銀行が公表しているFD-ID指数の「最終財・資本財」価格指数を用いて、コア機械受注の実質化を行った。その結果、実質値でも前期からの増勢は維持(前期比+8.2%)されていることが確認できる(図表 20)。加えて、工場や倉庫、事務所など非居住用の建築物の着工動向をみても、4-6月期の建築着工床面積(非居住用)は前期比+7.1%と大きく増加している(図表 21)。企業の生産能力増強に向けた動きは強まっていると評価できる。

図表 20: FD-ID指数で実質化したコア機械受注の推移



注: FD-ID指数のうち、「最終財・資本財」価格指数を利用した。
出所: 内閣府、日本銀行資料より野村作成

図表 21: 建築物着工床面積(非居住用)の推移

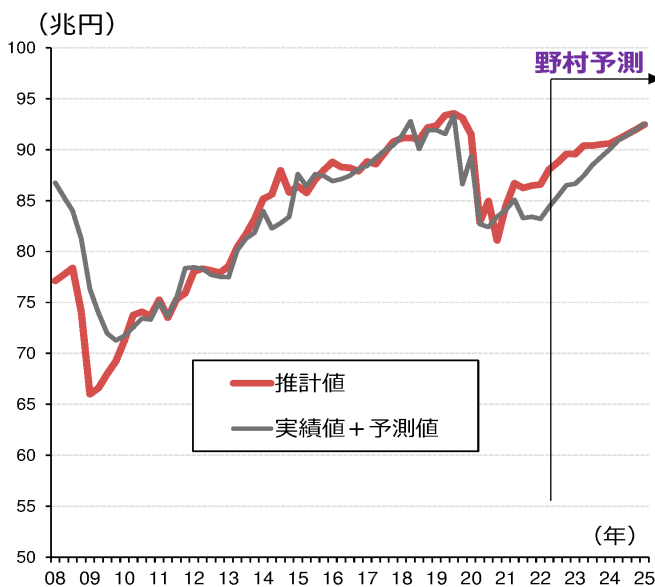


注: 季節調整は野村による。
出所: 国土交通省資料より野村作成

供給制約の長期化が設備投資回復のボトルネック

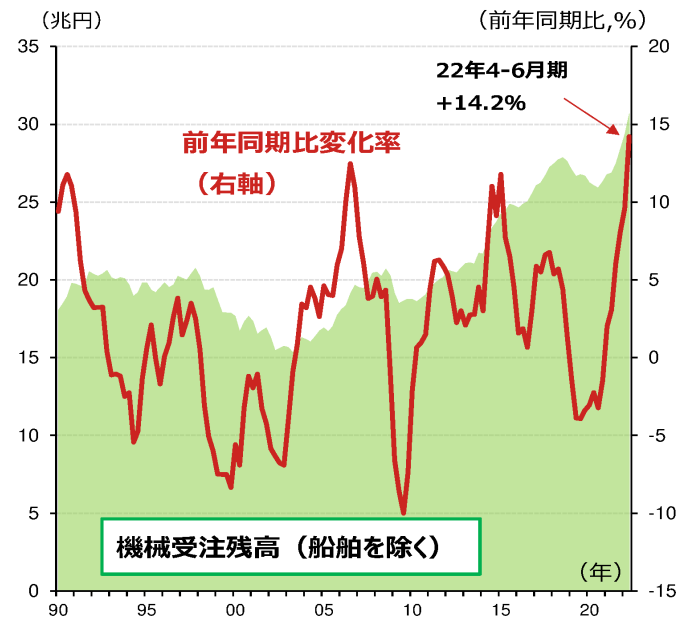
足元の設備投資意欲の強まりは、輸出や民間消費などの動きとも整合的である。GDPベースの設備投資を被説明変数、実質輸出と実質民間消費(2四半期先行)、実質金利(10年金利と期待インフレ率を用いて、簡易的に試算)を説明変数とする回帰式から得られた実質設備投資額の推計値も、21年年初以降、回復の動きを維持している(図表 22)。

図表 22: 実質設備投資の推計値と実績値の比較



注: 推計式の被説明変数は設備投資、説明変数は輸出と民間消費(2四半期先行)、実質金利(設備投資、輸出、民間消費はいずれもGDPベースの実質値)。実質金利は、10年国債利回りと期待インフレ率(消費動向調査を利用)を用いて試算している。設備投資、輸出、民間消費は対数変換して利用。自由度修正済み決定計数は0.78である。推計期間は2010～2020年で、四半期ベースのデータを利用している。先行きに関しては、いずれの変数も最新の野村見通しの予測計数に基づいている。期待インフレ率はCPI見通しを用いて試算している。
出所: 内閣府、総務省資料、Bloombergより野村作成

図表 23: 機械受注残高(船舶を除く)の推移



出所: 内閣府資料より野村作成

ただ、上記の推計値と比較して実績値は低位に留まっており、両者には乖離が生じている。機械受注統計を確認しても、機械受注残高(船舶を除く)の積み上がりが続いている他、積み上がりペースも前年比でみて加速が続いている(図表 23)。受注残高は前年同期比+14.2%となり、計数が得られる1987年以降で過去最高の伸び率となっている。企業の設備投資需要は堅調である一方、半導体をはじめとする供給制約の影響等を受けて、受注の動きが販売に結び付いていないと考えられる。

供給制約の明確な解消時期は依然として不透明であるが、同制約の解消が進むにつれて、回帰式を用いて得られた設備投資の推計値と実績値の乖離は解消されていくと野村ではみている(図表 22)。

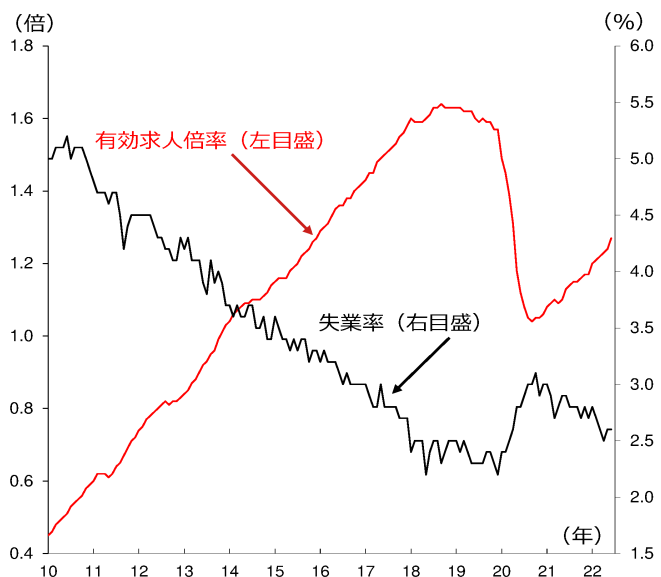
野村では、22年度の実質設備投資は前年度比+2.6%に留まると予測している。ただ、23年度については、(1)供給制約の解消、(2)内需・外需双方の回復、等が期待できることから同+3.6%まで伸び率が加速すると予測している。

(5)雇用・所得：雇用所得の回復は先行きも維持されよう

労働需給の逼迫ペースは前期から減速

22年1-3月期と比較して、4-6月期の労働需給逼迫のペースは緩やかに留まっている。完全失業率は、22年2月から4月にかけて前月比低下が続いてきたが、5月には再び上昇に転じた(図表 24)。就業者数も月次ベースで見ると、5月には前月比減少となった。ただ、四半期ベースで均すと4-6月期は前期比+0.5%と増加を維持している(図表 25)。

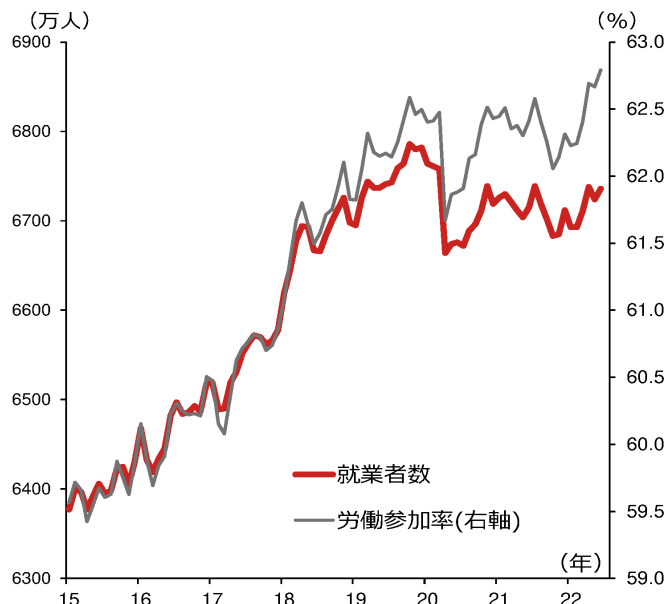
図表 24: 有効求人倍率と完全失業率



注: 季節調整値を使用。

出所: 厚生労働省、総務省資料より野村作成

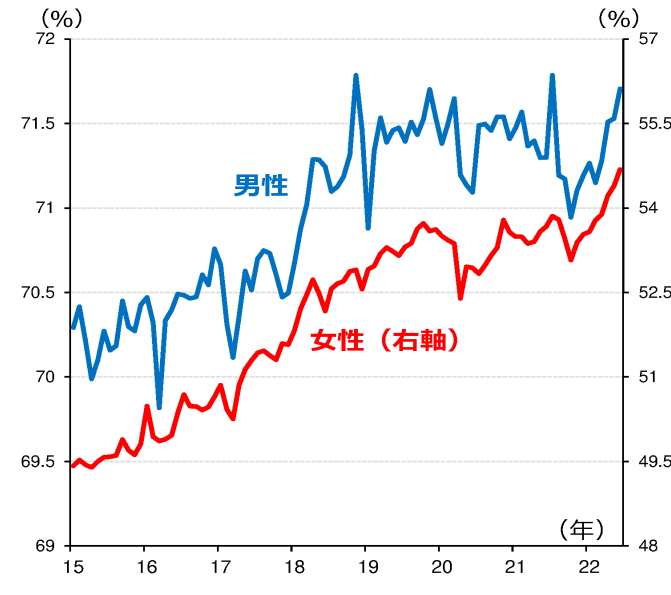
図表 25: 就業者数と労働参加率の推移



出所: 総務省資料より野村作成

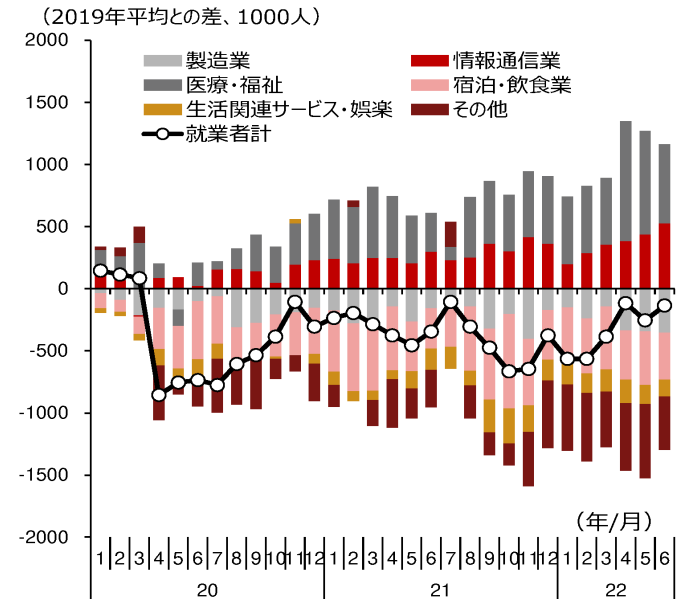
労働供給側を見ると、労働参加率は6月の時点で62.8%まで上昇しており、既にコロナ前(19年平均:62.3%)を回復している(図表 25)。男女ともに、労働参加率はコロナ前を超えている(図表 26)。労働需要と比較し、労働供給の回復ペースが相対的に速く、結果として労働需給の逼迫に時間がかかっているようだ。

図表 26: 性別労働参加率の推移



注: 季節調整は野村による。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 27: 産業別就業者数の動向



注: 野村による季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

同年4-6月期の就業者数の内訳を業種別に見ると、製造業が前期比-1.5%と減少した一方、非製造業は同+1.3%と増加した(図表 27)。

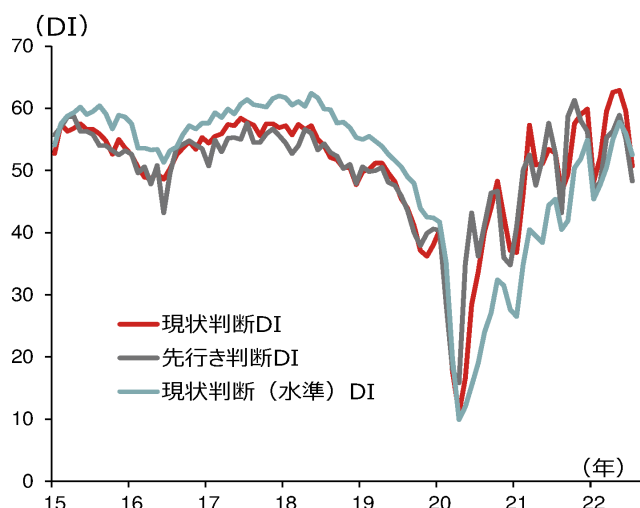
製造業の就業者数減少は、生産活動の落ち込みが影響していると考えられる。(3) 鉱工業生産: 供給制約に左右された4-6月期で議論した通り、3月頃に発生した中国のロックダウンの影響を受け、4-6月期の鉱工業生産指数は各月ごとに大きく上下した。生産活動の混乱によって、製造業の採用意欲が低下したとみられる。

一方、非製造業の就業者数は、既にコロナ前を上回っている(22年4-6月期の非製造業就業者数は19年比+1.5%)。業種別に見ると、情報通信業(前期比+6.6%)や教育・学習支援業(同+4.1%)、医療・福祉(同+3.0%)、宿泊・飲食サービス業(同+1.7%)の雇用増加が目立つ(図表 27)。4-6月期はコロナの感染が比較的抑えられていたこと、4月末から5月頭にかけて大型連休があったこと、等によって人出が回復したことが、非製造業就業者数の増加を後押ししたと考えられる。

23年前半にかけて就業者数の回復は緩やかに留まろう

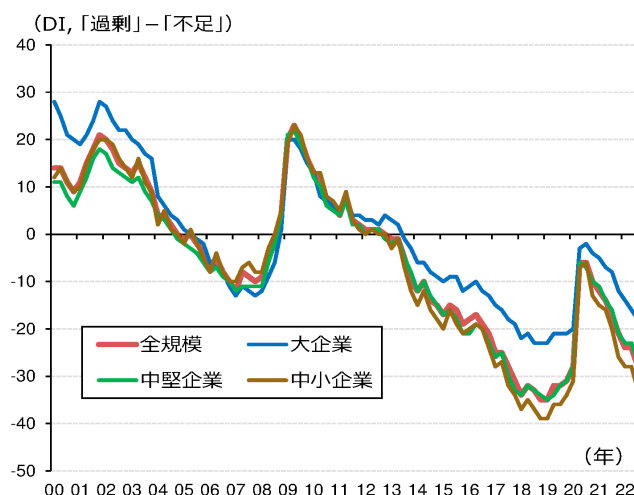
目先の就業者数は伸び悩む可能性が高いと野村ではみている。コロナの感染第7波の影響により、7-9月期の民間消費の回復ペースは鈍化すると野村では予測している((6) 民間消費: リオープンと海外景気鈍化による影響が入り混じる)。7月の景気ウォッチャー調査・景気の先行き判断DI(雇用関連)は前月差-6.9%ptと大きく低下した(図表 28)。同調査の景気判断理由のコメントをみても、コロナの感染再拡大の影響を受けて採用意欲の低下を示唆する声が目立つ。7-9月期の就業者数は前期比-0.0%と概ね横ばいに留まり、完全失業率は2.6%の水準に留まると野村では予測する(図表 30)。

図表 28: 景気ウォッチャー調査・雇用関連の動向



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 29: 日銀短観・雇用人員判断DIの推移



注: いずれも全産業ベース。

出所: 日本銀行資料より野村作成

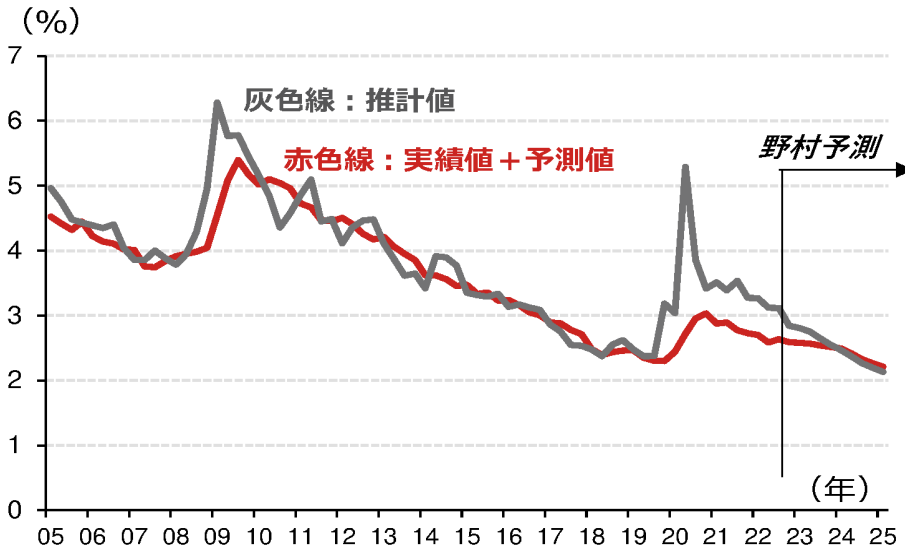
コロナの感染第7波が収束した後も、23年前半は米国経済の景気後退の影響で、日本経済も成長率が鈍化すると野村では予想している。就業者数の回復ペースはしばらく緩慢な状態が続く可能性が高いとみている。

日本の実質GDPの成長率が再加速する23年後半以降、就業者数も同様に加速に転じると見込む。日銀・全国企業短期経済観測調査(短観)の雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」、全規模)は、コロナ禍によって一時的に人手不足が緩和したものの20年7-9月期以降は再び人手不足感が強まっている(図表 29)。労働需要の回復余地は十分に残されていよう。

一方、労働供給側については、人口減少等を背景に、労働力人口の減少が危惧されている。ただし、女性の現役世代を中心に労働参加率の上昇は続くと野村では見ており、予測期間のうちに労働力人口が減少に転じるとは想定しにくい。労働需要と同様に、労働供給も増加が続くと野村では予想している。

23年前半までは就業者数の回復ペースが緩やかに留まることから、労働需給の逼迫に時間がかかり、完全失業率の低下ペースも緩慢に留まると見込む。完全失業率の低下ペースが加速し始めるタイミングは23年後半になってからとみている。その後は、経済活動水準の上昇に合わせて、労働需給の逼迫も進むと野村では予想している(図表 30)。

図表 30: 完全失業率の推計値と予測値



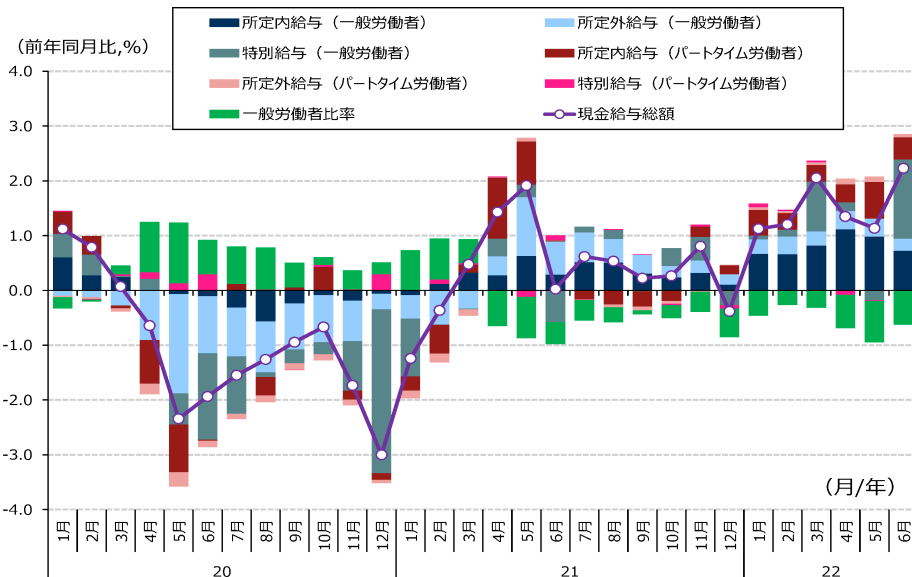
注: 四半期ベースで表示している。22年7-9月期以降は予測値となっている。推計値は、実質GDPを用いた単回帰分析を経て算出している。推計期間は2010~2019年である。説明変数と被説明変数共に対数変換を行い回帰している。2022年7-9月期以降の推計値は、8月15日時点における実質GDPの野村見通しを基に試算した。

出所: 内閣府、総務省資料より野村作成

1人当たり賃金は前年比加速が続く

所得は持ち直しが続いている。1人当たり賃金(1人当たり現金給与総額、事業所規模5人以上)は、最新データが取得可能な22年6月時点で、前年同月比+2.2%まで伸び率が加速している(図表 31)。

図表 31: 1人当たり現金給与総額の分解



出所: 厚生労働省資料より野村作成

足元の1人当たり賃金の前年比加速の背景を見ると、6月に限定してみれば、一般労働者の特別給与による増加寄与(前年同月比+3.6%)が目立つ格好となっている。22年夏季賞与の回復が賃金全体を押し上げたと言える。特別給与の増加寄与は、建設業(前年同月比寄与度+2.2%pt)や運輸業・郵便業(同+2.2%pt)、情報通信業(同+0.7%pt)、製造業(同+0.7%pt)等の業種によるところが大きい(図表 32、業種別の寄与度は、業種別の特別給与の前年比変化率と常用雇用者数を用いて試算)。

図表 32: 業種別に見た毎年6月の特別給与(一般労働者)の動向

	19年6月	20年6月		21年6月		22年6月	
調査産業計	100.0	96.1	-3.9	94.7	-1.4	98.2	3.6
製造業	100.0	92.0	-1.6	96.1	0.9	99.3	0.7
建設業	100.0	115.8	1.2	96.3	-1.3	125.0	2.2
卸売業、小売業	100.0	96.2	-0.6	102.9	1.0	98.7	-0.6
運輸業、郵便業	100.0	77.6	-1.6	65.4	-1.2	84.7	2.2
情報通信業	100.0	91.5	-0.4	92.8	0.1	108.0	0.7
不動産業、物品賃貸業	100.0	93.4	-0.1	97.1	0.1	103.7	0.1
宿泊業、飲食サービス業	100.0	79.5	-0.6	69.7	-0.4	79.1	0.4
複合サービス事業	100.0	92.8	-0.1	88.8	0.0	90.8	0.0
生活関連サービス業、娯楽業	100.0	105.9	0.1	77.7	-0.7	85.3	0.2
その他サービス業	100.0	87.0	-1.1	97.3	1.0	96.2	-0.1
医療・福祉	100.0	100.8	0.1	101.7	0.1	102.5	0.1

注: 各業種・各年とも、左は2019年6月=100とした各年の水準、右は調査産業計全体に対する前年同月比寄与度を表す。寄与度算出の際に必要な業種ごとのウェイトは、各年度の常用雇用者数に基づく。

出所: 厚生労働省資料より野村作成

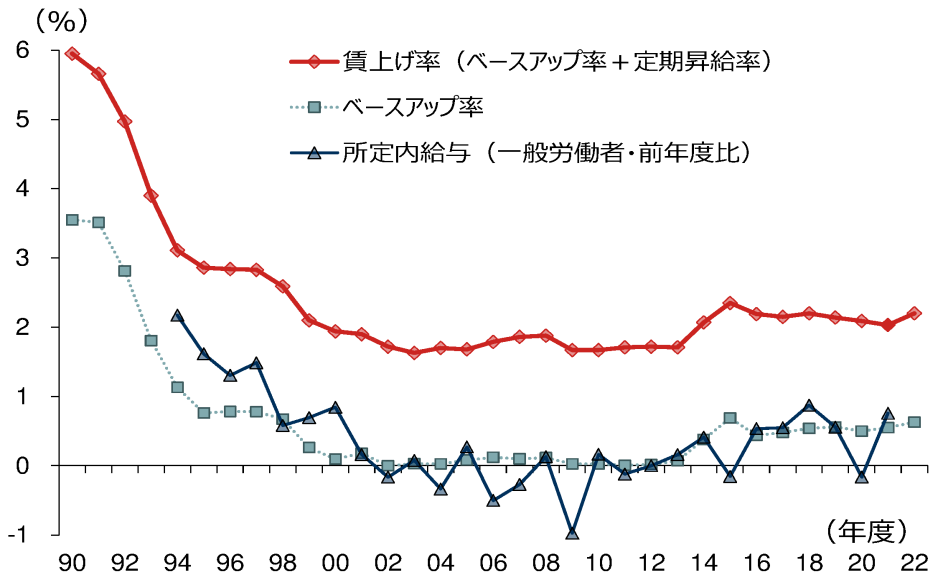
22年6月の一般労働者の特別給与は前年から増加したものの、コロナ前(19年6月)と比較すれば、依然として下回った状態が続いている。具体的には、コロナ禍で業況が大きく悪化した宿泊業・飲食サービス業や生活関連サービス業などを中心に、同給与水準は伸び悩んでいる。現時点で、コロナ禍からの業況の回復は道半ばであり、リオープンが進むにつれて改善することが期待できる。夏季賞与は6月から8月ごろにかけて支給されるため、現時点では2022年度の賞与の全体像が判明しているわけではない。しかし、経済活動水準がコロナ前水準を回復したばかりであることを念頭に置けば、賞与水準の回復も道半ばであると考えてよいだろう。2022年6月の特別給与データはこうした見方を支持する内容と言える。賞与の回復余地は、今後も残されていると判断する。

22年のベアは0.63%と高めの水準で妥結

足元の1人当たり賃金加速の背景に話を戻そう。特別給与と同様に、所定内給与も全体に対する増加寄与が続いている。

所定内給与のうち一般労働者は、春季闘争(春闘)のベースアップ率(ベア)から大きく影響を受ける。22年のベアは最終回答集計時点で0.63%と、コロナ前(19年:0.5%)を上回る水準で妥結された(図表 33)。企業業績が好調な企業を中心に賃上げを積極的に行っていると考えられる。加えて、岸田首相が「日本経済の局面転換に弾みをつけるためにも、経済界には賃上げに攻めの姿勢でご協力をお願いします」と述べている。政府による賃上げ要請が、22年のベア改善に反映された面もあろう(2022年1月5日の経済3団体の新年祝賀会におけるの発言、同日のBloomberg記事より引用)。

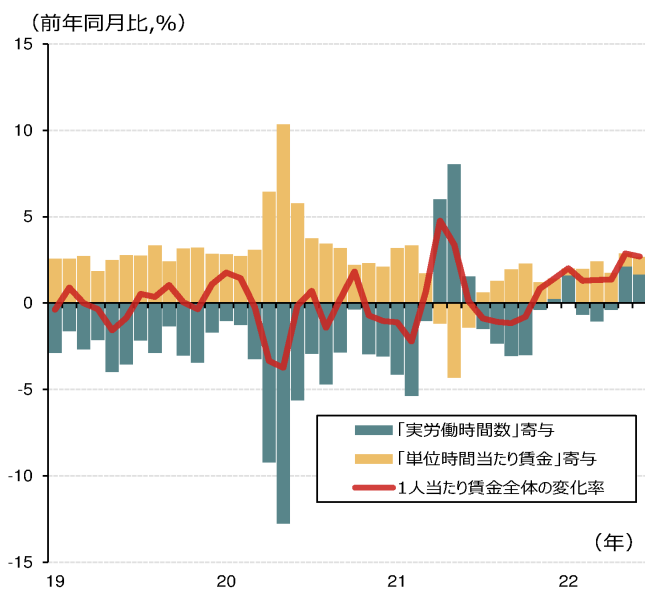
図表 33: ベースアップ率と所定内給与(一般労働者)



注: 本調査の調査対象は、日本労働組合総連合会(連合)傘下の労働組合となっている。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。15年以降、賃上げ率のうち、ベースアップ分が明確に分かる組合の結果のみ示している。
 出所: 日本労働組合総連合会、日本経済団体連合会、厚生労働省資料より野村作成

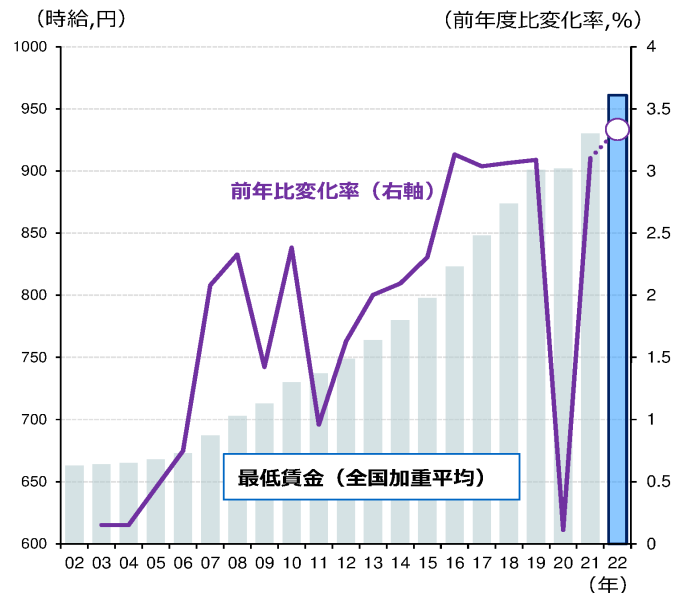
併せて、パートタイムの所定内給与も回復に寄与している。パートタイムの所定内給与の動きを、単位時間当たり賃金と実労働時間数に分解すると、直近2カ月は双方とも増加に寄与している(図表 34)。特に、単位時間当たり賃金については、21年7月以降一貫して増加に寄与していることを踏まえると、パートタイム労働者の待遇は改善が続いていると考えられる。

図表 34: 所定内給与(パートタイム労働者)の分解



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 35: 最低賃金(全国加重平均額)の推移



出所: 厚生労働省資料より野村作成

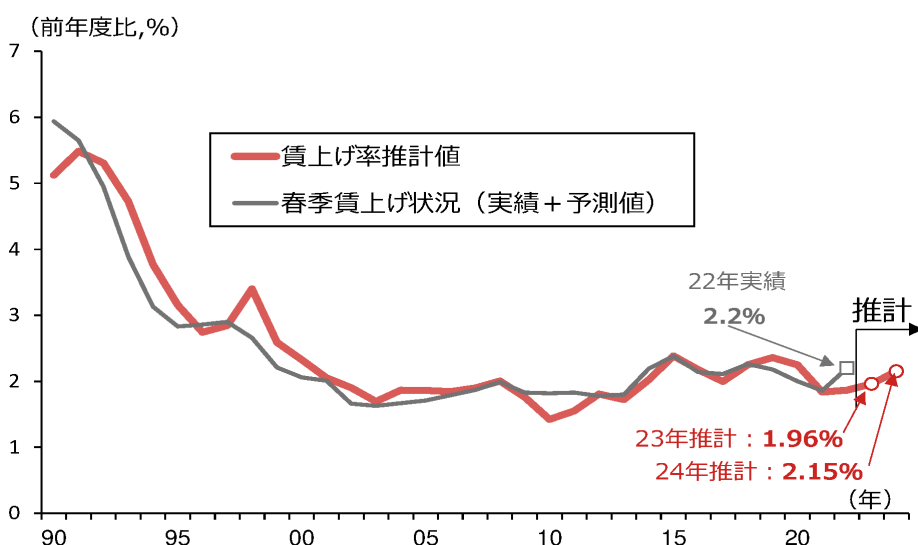
中央最低賃金審議会は、8月1日、2022年度の最低賃金(全国加重平均)の目安について、2021年比で31円引き上げる(時給961円)ことを答申にまとめた(図表 35)。時給ベースで最低賃金の水準が比較可能な2002年以来、最も高い伸び率(前年比+3.3%)

である。単位当たり時間当たり賃金の前年比増加は22年も続くと見込まれ、パートタイム労働者の賃金改善に寄与していくと予想する。

交易条件の悪化が懸念されるが、23年の賃金上昇率の大幅な減速は免れよう

先行きの賃金動向を占う上で、懸念されるのは投入コスト上昇による企業の負担増だ。輸出物価指数と輸入物価指数の比で表される交易条件は、輸入物価指数の高騰の影響を受けて、足元では悪化が続いている。こうした状況を考慮するため、1人当たり賃金上昇率(ベアと定期昇給分の合計)を被説明変数、前年度のコアCPI(消費者物価指数:生鮮食品を除く総合)、前年度の交易条件、前年度賃上げ率の実績値を説明変数とする回帰式を用意した。推計の結果によれば、交易条件の想定を織り込んだとしても、23年の賃上げ率の推計値は前年比で加速を維持することが可能と言える。(図表 36)。

図表 36: 賃金上昇率の推計値と実績値の比較



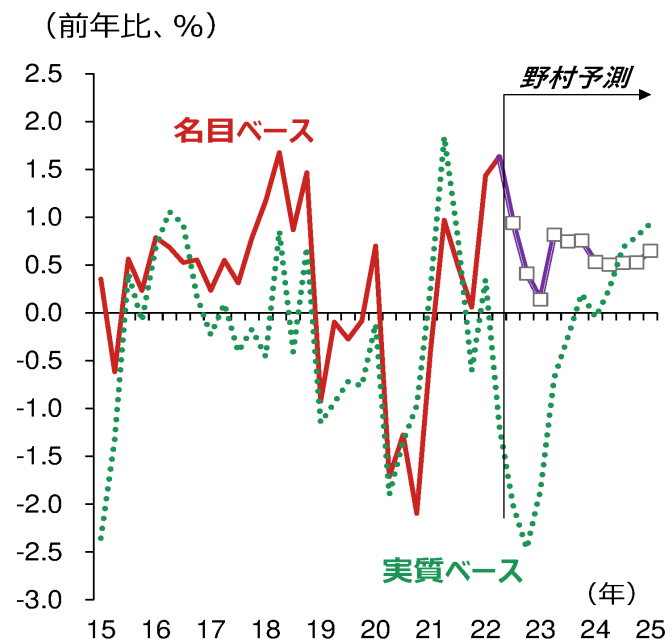
注: 推計式の被説明変数は賃金上昇率(ベースアップ率と定期昇給分の合計)、説明変数はコアインフレ率と交易条件、前年度賃金上昇率(いずれも前年度の数値)となっている。回帰式は、賃上げ率 = $0.29(0.64) + 0.31 \times \text{前年度コアCPI}(3.50) + 0.44 \times \text{前年度交易条件}(2.35) + 0.62 \times \text{前年度賃上げ率}(6.73)$ となっている(カッコ内はt値)。交易条件は、輸出物価指数を輸入物価指数で割った数値となっている。自由度修正済み決定計数は0.90である。推計期間は1990～2019年で、年度ベースのデータを利用している。先行きに関しては、コアCPIと交易条件共に最新の野村見通しの予測計数に基づいている。

出所: 厚生労働省、総務省、日本銀行、日本労働組合総連合会資料より野村作成

一方で、岸田首相は「物価の高騰が続く中、今後も今年以上の持続的な賃上げが求められる。」(22年7月22日に長野県軽井沢町で開催された経団連の夏季フォーラムにおける発言)と述べており、引き続き賃上げ率向上に対する政府からの期待は強い。これらを勘案し野村では、23年のベアは0.5%になると予想している。22年の実績値が推計値比で高めの伸び率であったことから、23年は前年から小幅に減速することになるが、同年の賃上げ率の推計値から試算できるベア程までには低下しないと判断する。

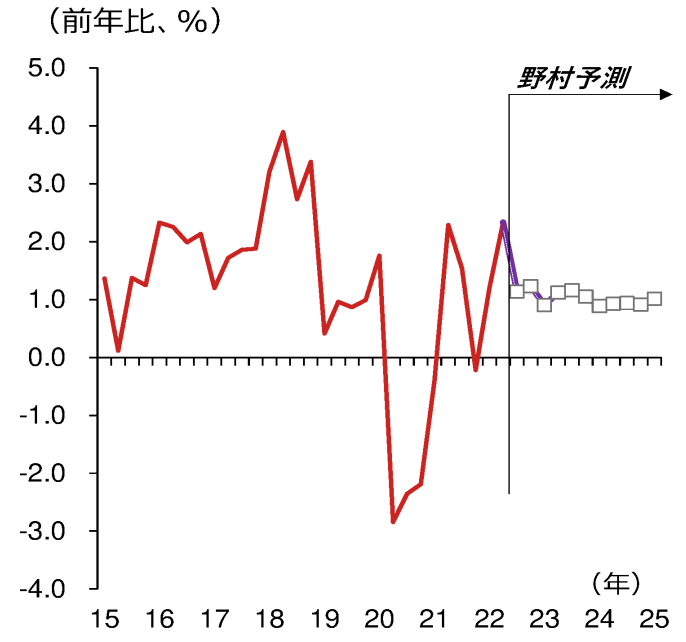
上記は基調的な賃金上昇率に相当する所定内給与の先行きの予想だが、所定外給与や特別給与に関しても、企業業績の改善や経済活動水準の上昇を受けて、回復が続くと野村では見ている。

図表 37: 1人当たり賃金の見通し



注: 22年7-9月期以降は、野村の予測値となっている。実質ベースの1人当たり賃金は、消費者物価指数を用いて試算している。
出所: 総務省、厚生労働省資料より野村作成

図表 38: 総賃金(雇用者数×1人当たり賃金)の見通し



注: 22年7-9月期以降は、野村の予測値となっている。
出所: 総務省、厚生労働省資料より野村作成、予測は野村

以上より、野村では1人当たり現金給与総額が、22年度は前年度比+0.8%、23年度は同+0.7%、24年度は同+0.6%増加すると予測する(図表 37)。雇用者数×1人当たり賃金で計算した「総賃金」の増加率については、22年度は同+1.5%、23年度は同+1.1%、24年度は同+0.9%となる(図表 38)。

ただし、上記の1人当たり賃金から物価上昇分を差し引いた1人当たり実質賃金に関しては、22年度は-1.9%になると計算され、23年中頃までは前年同期比ベースでマイナスの伸びが続くと見込んでいる(図表 37)。

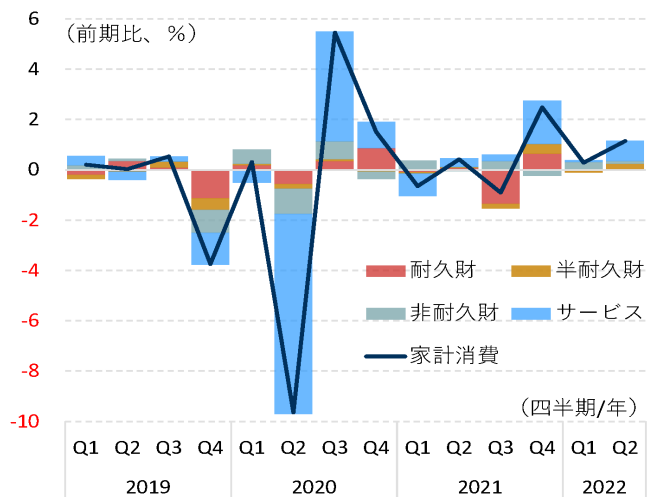
(6) 民間消費: リオープンと海外景気鈍化による影響が入り混じる

4-6月期の実質民間消費は感染落ち着きにより前期比増加

22年4-6月期の実質民間消費は前期比+1.1%になった。内訳が公表されている実質国内家計消費支出について見ると(図表 39)、新型コロナウイルス感染症の感染動向が落ち着いていたことから、サービス支出による増加寄与が0.8%ptと大きくなった。次に増加寄与が大きかったのは半耐久財支出(同+0.2%pt)であるが、これも感染落ち着きに伴った外出機会の増加による衣料品の消費増加が背景として考えられる。

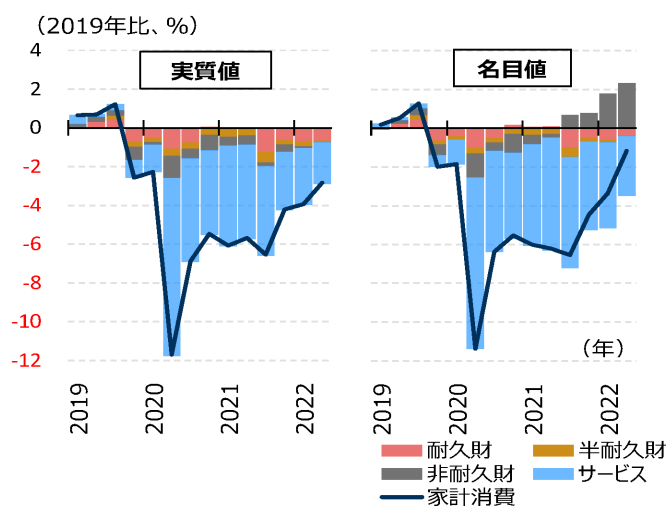
ただし、コロナ前(2019年値と仮定)と比べると、22年4-6月期の実質家計消費支出はまだ2.8%低い水準である(図表 39)。引き続き、サービス消費の落ち込みが大きいほか、非耐久財を中心に物価上昇の影響(名目非耐久財消費はコロナ前を上回っている、図表 40)も、実質民間消費が未だコロナ前の水準に到達していない要因になっている。

図表 39: 実質国内家計最終消費支出の内訳



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 40: 実質・名目民間消費の内訳別推移(コロナ前比)



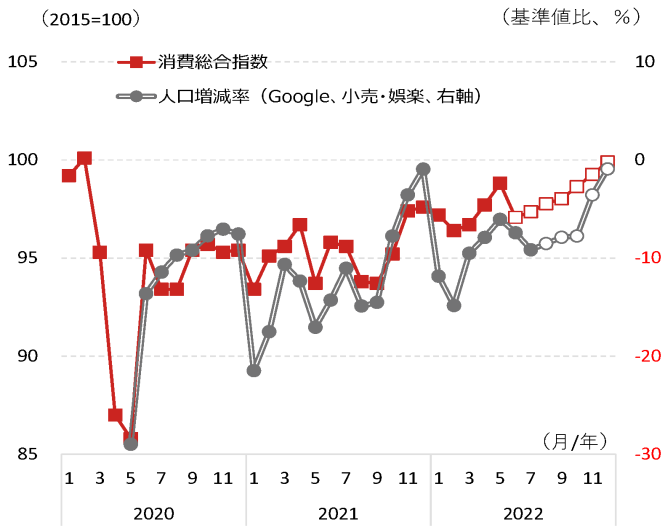
出所: 内閣府資料より野村作成

7月の消費は感染第7波で再び伸び悩み

足元の消費動向をさらに細かく確認しよう。4-6月期実質民間消費を所与とし、4・5月の実績を踏まえると、6月の消費総合指数は前月比-1.8%と減少に転じたと計算される(4・5月はともに前月比+1.1%)。3月までまん延防止等重点措置が講じられていたことにより人出や消費は抑えられていたが、4・5月には同措置の解除に伴って人出や消費が回復した(図表 41)。消費総合指数は後にGDPに沿う形で遡及改定される点には注意が必要であるが、上記の計算に基づけば、6月には4・5月のリオープン(経済活動の再開)加速の反動減が現れた可能性が考えられる。

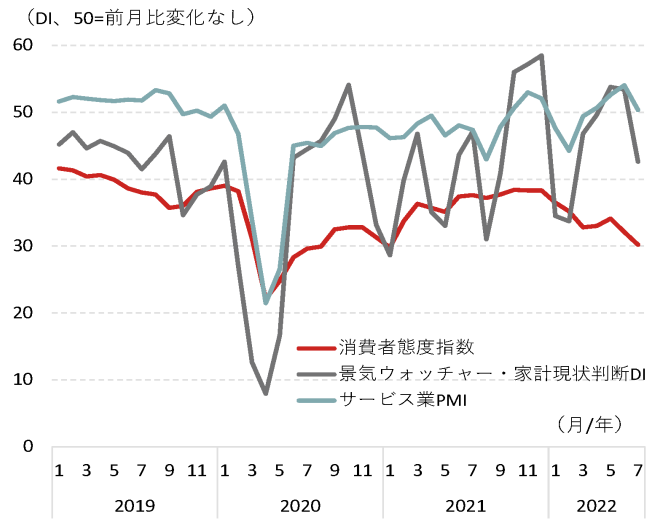
7月について既に公表されている消費関連の指標を確認すると、消費者態度指数が30.2と前月差-1.9ポイント、景気ウォッチャー調査の家計現状判断DIが42.6と前月差-10.8ポイント、サービス業PMIが50.3と前月差-3.7ポイントと、軒並み下落している(図表 42)。7月は感染第7波の影響でサービス消費が伸び悩んだ可能性が高い。野村では9月には感染拡大によるマインド面の下押し圧力が相当程度和らぐと想定しているが、それでも6月のゲタの効果もあり(6月値が4-6月平均値よりも低く、発射台が低いことによる影響)、7-9月期の実質民間消費は前期比-0.1%と小幅に減少する見通しである。

図表 41: 消費総合指数と人出の推移



注: 白抜きは野村想定値。
出所: 内閣府、Google資料より野村作成

図表 42: 消費関連の月次指標の推移



注: 季節調整値。
出所: 内閣府、じぶん銀行、IHS Markit資料より野村作成

10-12月期の民間消費はリオープンによる増加が見込まれる

22年10-12月期について野村では、感染動向が落ち着いているとの想定のもと、リオープンが順調に進むと見込んでおり、実質民間消費は前期比+1.6%とやや強めの増加を見込む(9月値が7-9月平均値よりも高いことによる0.3%ptのゲタの影響も含む)。22年10-12月期はまだ消費水準がコロナ前(2019年)の水準に到達していない状況であることから、サービス消費の回復余地があるためである。加えて、マイナポイント第2弾による押し上げ効果も期待される。

23年1-3月期・4-6月期の民間消費は海外景気鈍化により低い伸びにとどまろう

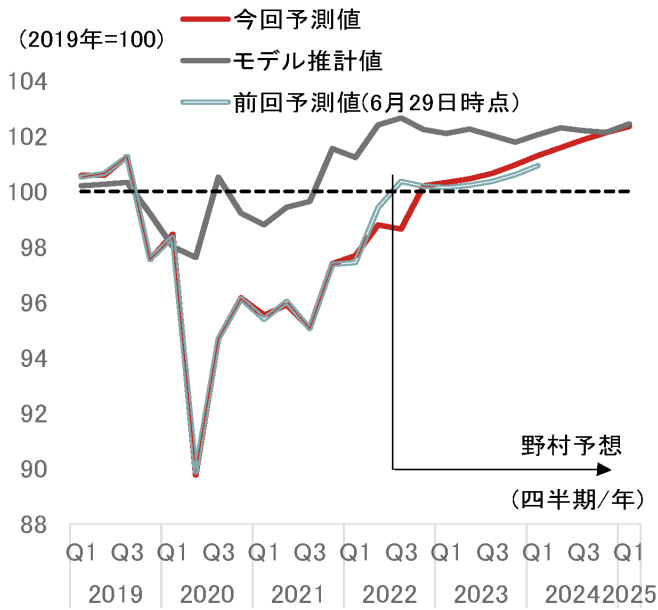
ただし、野村では米国において10-12月期から、欧州(ユーロ圏と英国)においては7-9月期から、景気後退入りを予想している。海外景気の鈍化は景況感の悪化や先行きの不透明感をもたらすと予想され、消費者の購買意欲を減退させる要因になり得る。23年1-3月期・4-6月期については、海外景気の鈍化による影響が現れ、ともに前期比+0.1%と低い伸びにとどまると予想する。なお、22年7-9月期・10-12月期の実質民間消費動向においても海外経済の景気後退による押し下げ圧力が入り混じると見込まれるものの、同2四半期においては、上述した通り、まだコロナ前の水準に到達していないことによるサービス消費の増加余地が大きいと考えられることから、同影響は限定的になると想定している。

実質民間消費のコロナ前水準回復は22年10-12月期へ後ろ倒し

上記の想定を踏まえると、コロナ前の消費水準を回復するのは22年10-12月期へと後ろ倒しになると見込まれる(図表 43)。23年前半は海外景気鈍化による景況感の悪化の影響から、実質民間消費の伸び悩みが続くと想定されるが、23年後半からはリオープン(経済活動の再開)がさらに進み、野村のモデル推計値が示す水準に向けて、増加が続くと予想する(図表 43)。

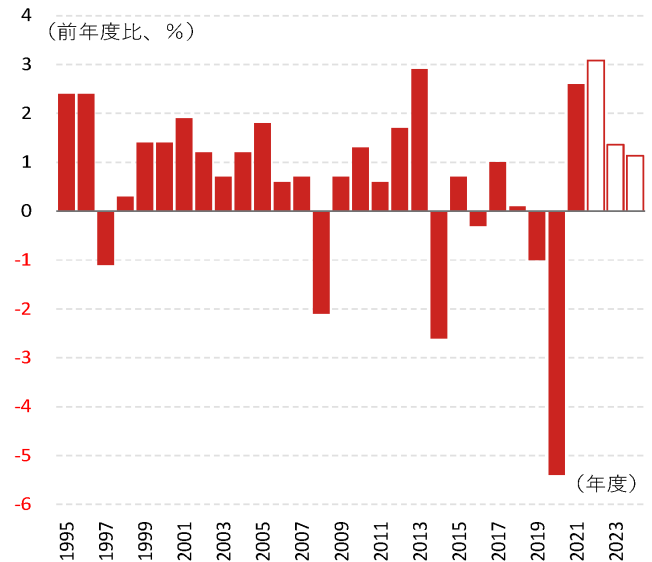
年度ベースでは、22~24年度の実質民間消費はそれぞれ前年度比+3.1%、+1.4%、+1.1%と高めの伸びが続こう(図表 44)。

図表 43: 実質民間消費の先行き見通し



注: モデル推計値: 実質個人消費=7.65+0.37×実質可処分所得+0.01×期待インフレ率+0.05×景気ウォッチャー(現状水準判断DI)+0.005×60歳以上人口比率-0.03×震災ダミー。推計期間は2004年4-6月期~2019年10-12月期。自由度修正済み決定計数=0.92。D.W.比=1.79。説明変数の計数はすべて有意水準1%を満たす。推計は60歳以上人口比率、期待インフレ率以外すべての変数について対数変換を施した。実質可処分所得は2四半期平均値。期待インフレ率は、消費動向調査より野村が独自に推計したもの。震災ダミーが適用されるのは2011年1-3月期のみとなっている。
出所: 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村作成

図表 44: 実質民間最終消費支出の推移



注: 白抜きは野村予測値。
出所: 内閣府資料より野村作成

(7) 民間住宅: 資材高緩和により緩やかに持ち直していく見込み

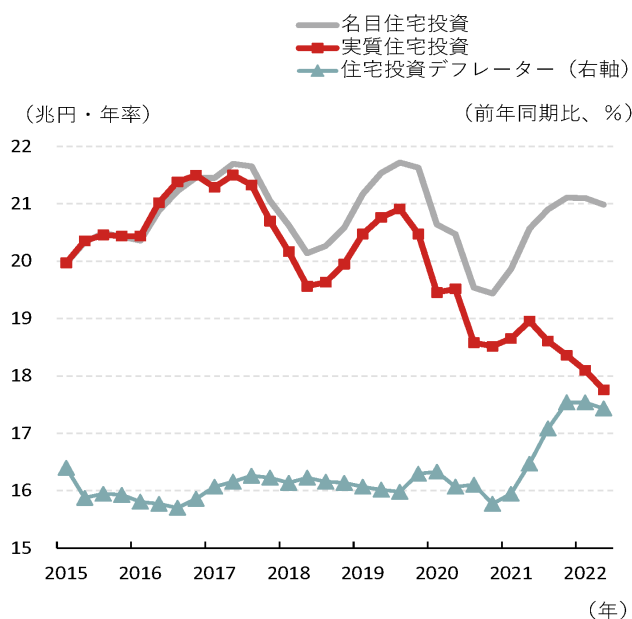
実質民間住宅投資は4四半期連続の前期比減少となった

22年4-6月期の実質民間住宅投資は前期比-1.9%と減少し、4四半期連続の前期比減少となった(図表 45)。民間住宅投資は名目値と実質値で乖離が生じているが、背景には供給制約に伴った材木や金属などの資材価格の高騰によるデフレーターの上昇がある。

昨年央の資材高ピークアウトが住宅投資デフレーターにも反映された

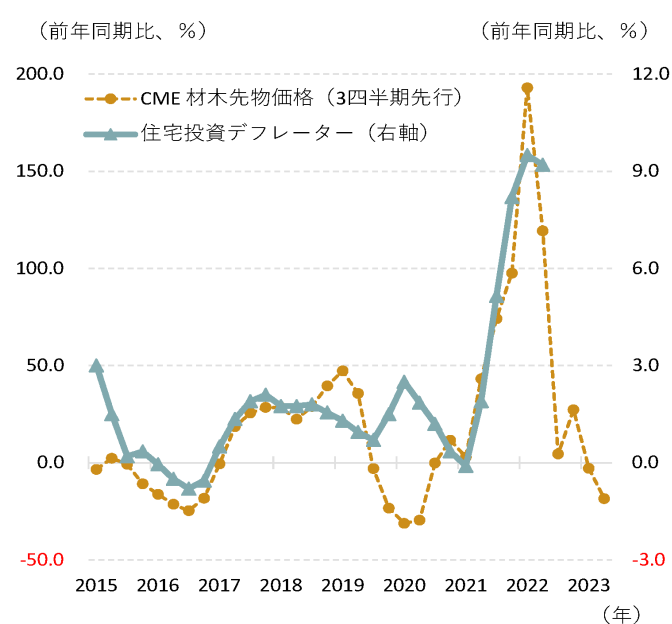
ただ、住宅投資デフレーターに3四半期先行する傾向がある材木の先物価格は、供給制約の緩和に伴い、21年7-9月期に既にピークアウトしている(それぞれ2四半期後方移動平均値、図表 46)。その3四半期後にあたる22年4-6月期の住宅投資デフレーター(2四半期後方移動平均値)は前年同期比+9.2%と、1-3月期の同+9.5%から減速しており、両者の関係は健在である。4-6月期の減速幅が小幅であったのはやや気付きではあるものの、この関係に基づけば、住宅投資デフレーターは22年7-9月期には前年同期比伸び率をゼロ%付近にまで鈍化させ、その後もゼロ%付近にとどまると見込まれる。この資材高緩和によるデフレーターの伸び率鈍化は、先行きの実質民間住宅投資を前期比ベースで押し上げる要因になり得ると考えられる。

図表 45: 実質・名目住宅投資と住宅投資デフレーター推移



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 46: 住宅投資デフレーターとCME 材木先物価格の推移



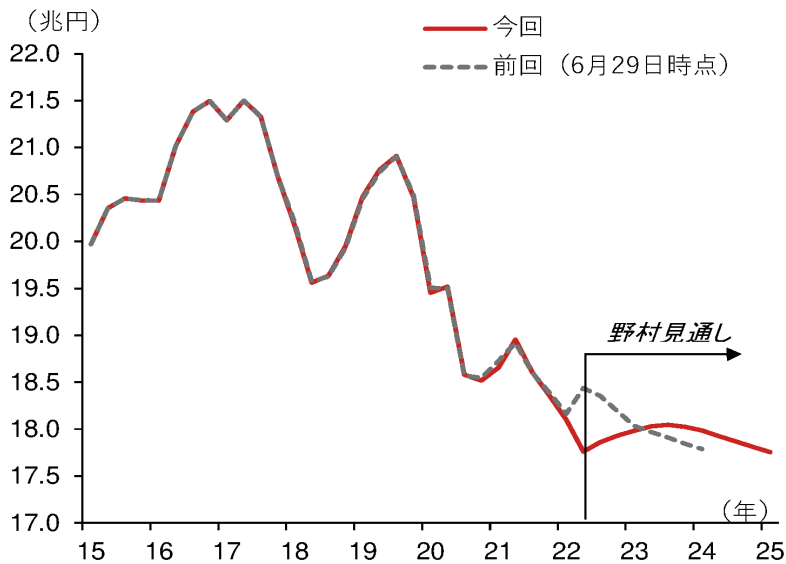
注: 2四半期後方移動平均値。CME 材木先物価格の最新値は7月1日から8月12日の平均値。住宅投資デフレーターとCME 材木先物価格の2015年1-3月期から2022年4-6月期までの相関係数は0.86(CME 材木先物価格は3四半期先行)。

出所: 内閣府資料、Bloombergより野村作成

目先の実質住宅投資は緩やかな持ち直しへ向かうと予想

先行きの実質民間住宅投資について、野村では従来から目先で増加するリスクがあると見てきたが、4-6月期実績は前期比減少となった。理由としては、中国のロックダウン(都市封鎖)再開などによって、供給制約の緩和ペースが再び落ちたことによる影響が考えられる。この認識が正しい場合、先行きの実質住宅投資動向の鍵を握るのは中国のロックダウン状況となるが、中国のゼロコロナ政策は2023年3月の全人代(全国人民代表大会)までは、徐々に調整はされながらも継続される可能性が高いと野村では見ている。これに伴い、野村では目先の実質住宅投資の変動パターンについて、先行き1年程度をかけて緩やかに持ち直していくとの見方に修正する(図表 47)。

図表 47: 実質住宅投資の見通し



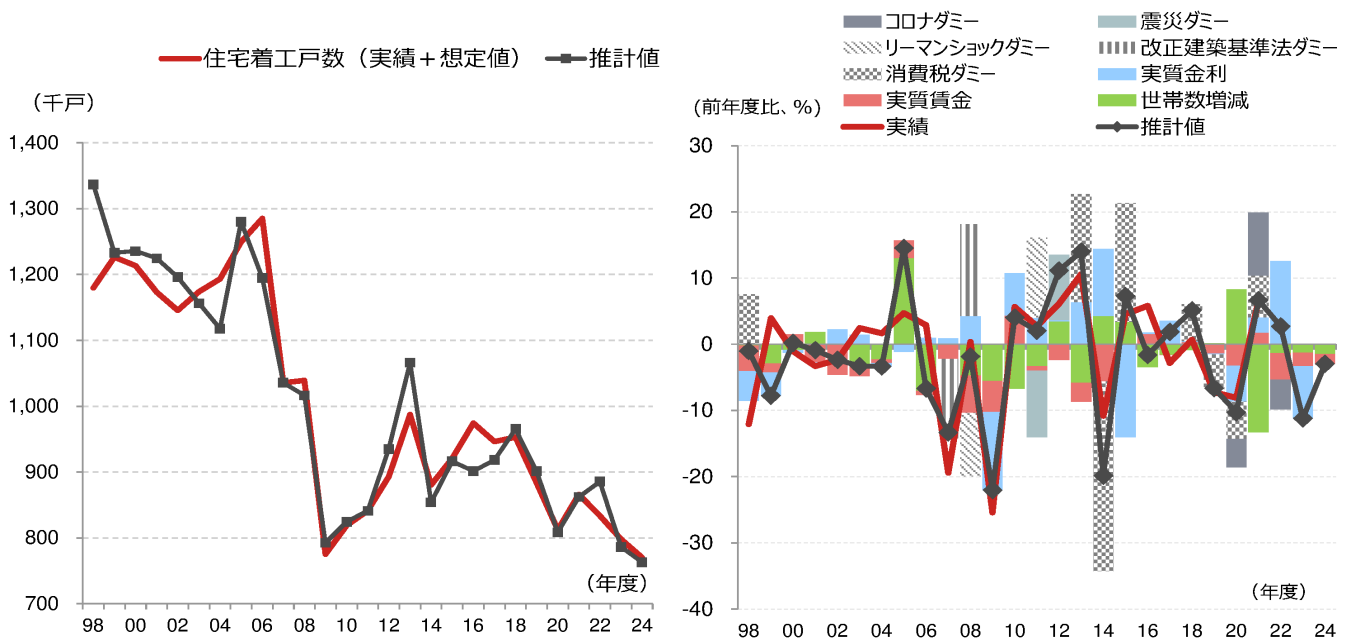
出所: 内閣府資料より野村作成

人口動態等を背景とした実質住宅投資の減少トレンドは継続

ただし、実質民間住宅投資の中長期的なトレンドが変わったわけではない。実質民間住宅投資と連動性のある住宅着工戸数について、世帯数の変化や実質賃金の変化率、実質金利の変化率などの野村想定に基づいて推計すると、23・24年度の住宅着工戸数は前年度比減少になるとの結果が得られる(図表 48)。同推計に基づけば、世帯数の減少トレンドや、賃金・金利の伸び悩み、物価の上昇が先行きの住宅着工戸数に反映されると見込まれる。実質民間住宅投資も減少トレンドが継続すると予想される。

年度ベースの実質民間住宅投資は、22年度は前年度比-3.3%と大きく減少した後、23年度は上述の通り供給制約が緩やかに改善していくとの見立てのもと同+0.8%と僅かに増加に転じるものの、24年度には同-1.0%と再び減少すると野村では予想する。

図表 48: 住宅着工戸数の先行き想定値



注: 推計式: 住宅着工戸数=-2034+0.8×(世帯数の変化数)+25.5×(実質賃金の変化率)-47.2×(実質金利の変化率)+50.8×(消費増税ダミー)-143.3×(改正建築基準法ダミー)-99.5×(リーマンショックダミー)-82.7×(震災ダミー)-38.6×(コロナダミー)

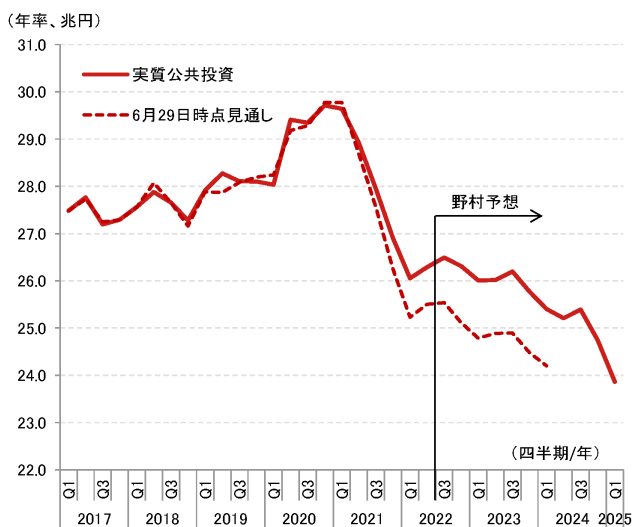
自由度調整済み決定係数: 0.92、推計期間: 1996～2021年度
出所: 内閣府、国土交通省、総務省、厚生労働省、日本銀行資料より野村作成

(8) 公共投資: 注目される防衛関係費の予算計上

4-6月期は6四半期ぶりの前期比増加

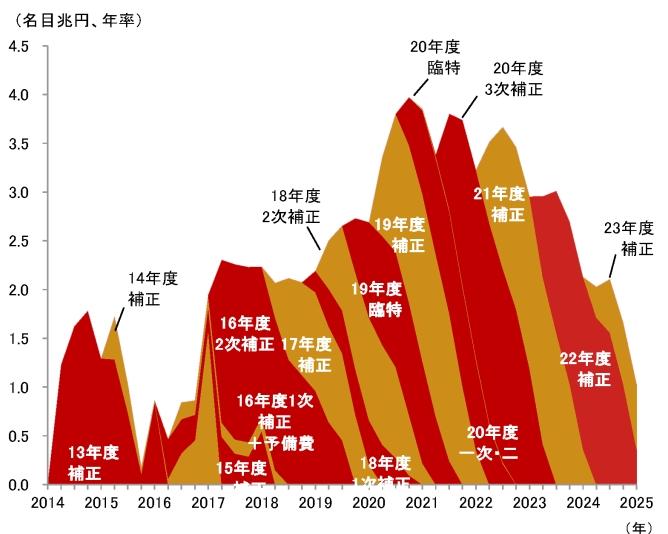
2022年4-6月期の実質公共投資は、前期比+0.9%となった。公共投資が前期比プラス成長になるのは、2020年10-12月期以来、実に6四半期ぶりのことである。野村推計によれば、足元の公共投資の増加は、2021年度補正予算の執行が本格化したことによるものだ(図表 49、図表 50)。我々が想定する予算執行ペースが実現するならば、7-9月期も公共投資は増加が継続することになる。

図表 49: 公共投資の見通し



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村

図表 50: 補正予算等の想定(野村想定)



注: 名目額。
出所: 財務省資料等より野村作成

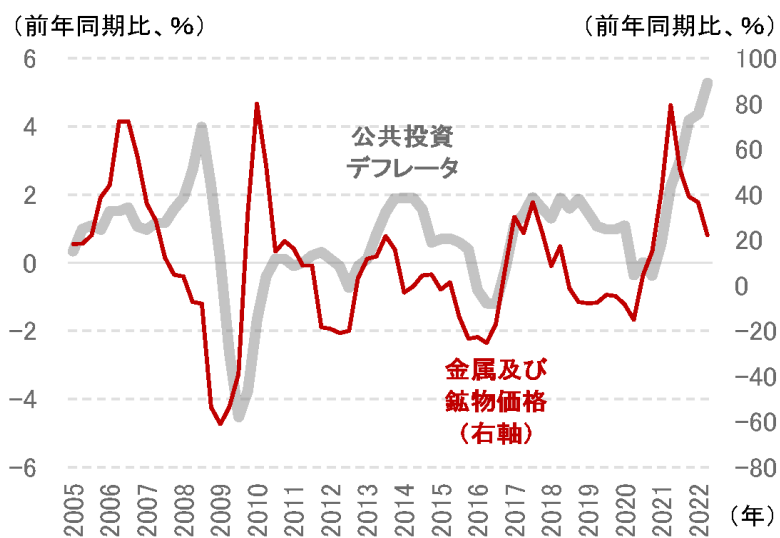
ただし減少トレンドの想定は不変

しかし、公共投資が全体として減少トレンドを辿るとの見方は変わらない。2021年度補正予算の押し上げ寄与は、2022年10-12月期にも減衰に転じるだろう。我々は、2022年第2次補正予算に2.65兆円の公共事業費が計上されると想定してきたが、この前提の下でも公共投資は減少傾向を辿る計算だ。我々は今回の経済見通し改定において予測対象期間を2024年度まで延長したが、その間も基本的に減少トレンドが続くことになる。

この基本観に対するリスク要因としては、(1)円高やコモディティ価格低下による資材価格等の低下や、(2)追加的な財政措置、の2つが考えられる。

前者(資材価格の低下)はある程度現実的なリスクと野村では認識している。公共投資に用いられる資材価格は、グローバルなコモディティ価格と緩やかに連動しているが、既にコモディティ価格は上昇ペース鈍化が明確である(図表 51)。金融引き締めによる米国・欧州経済の減速懸念の高まりに加え、ゼロ・コロナ戦略の副作用や不動産問題に揺れる中国経済への懸念が、この背景だ。最新の野村の経済見通しにはこうした動きを織り込んでいるものの、景気後退懸念が強まることとなれば更に資材価格には低下圧力が加わることになる。その場合、(実質額でみた)公共投資には上振れリスクが顕在化することになる。

図表 51: 公共投資デフレーターと金属・鉱物価格の関係



注:「金属及び鉱物価格」は円建てベースでの価格変化率に野村で加工した。公共投資デフレーターは、消費税率引き上げによる影響を簡便に除いたもの(税率引き上げ前後での価格変動が前期比ゼロであるとして、滑らかに系列を繋げている)。

出所: 内閣府、世界銀行資料より野村作成

後者(追加財政措置)については、リスクが顕在化する可能性は低下していると考えられる。というのも、目先で政府が検討しているのは物価高対策であり、公共事業費の積み増しによる景気浮揚策は必ずしも話題になっていないからだ。実際、8月15日に開催された「物価・賃金・生活総合対策本部」(第3回)では、9月上旬までにまとめられる対策が(A)食料品価格高騰への対応、(B)エネルギー価格高騰及びエネルギー供給確保に向けた対応、(C)地方への分配強化、の3つになることが明らかにされた。政府の関心は家計・企業(農林水産業等の小規模事業者を含む)の購買力維持に集中しており、公共投資への予算配分は優先順位が劣後している可能性がある。

野村では、2022年度第2次補正予算が2022年冬にかけて編成されると既に予測してき

た。上述の通り、我々はこの第2次補正予算で2.65兆円の公共事業費が計上されると予想しているものの、この2.65兆円との想定も相応に大きな積み増しである。政府の関心が物価高対策に向いていることを念頭に置くと、公共事業費に対する2.65兆円の予算積み増しという想定には下方リスクがある状況とさえ言えるかもしれない。今回の経済見直し改定では、我々は従来の公共事業費積み増し想定を維持したが、リスクとして意識されるのは下方向である。

注目される防衛関係費の予算拡充

なお、政府は2023年度本予算編成に向けた検討を始めた。例年通りのスケジュールで行けば、8月末にも各省からの概算要求を締め切る見込みである。今回の予算編成プロセスで特に注目されるのが、防衛関係費だ。ウクライナ紛争の激化や東アジア地域における地政学的緊張の高まりを受け、自民党は7月10日に投開票が行われた参議院議員選挙の公約において、「NATO(北大西洋条約機構)諸国の国防予算の対GDP比目標(2%以上)も念頭に、真に必要な防衛関係費を積み上げ、来年度から5年以内に、防衛力の抜本的強化に必要な予算水準の達成を目指します」と明記している。政府も「骨太の方針2022」において「国家安全保障の最終的な担保となる防衛力を5年以内に抜本的に強化する」ことを明らかにしている。

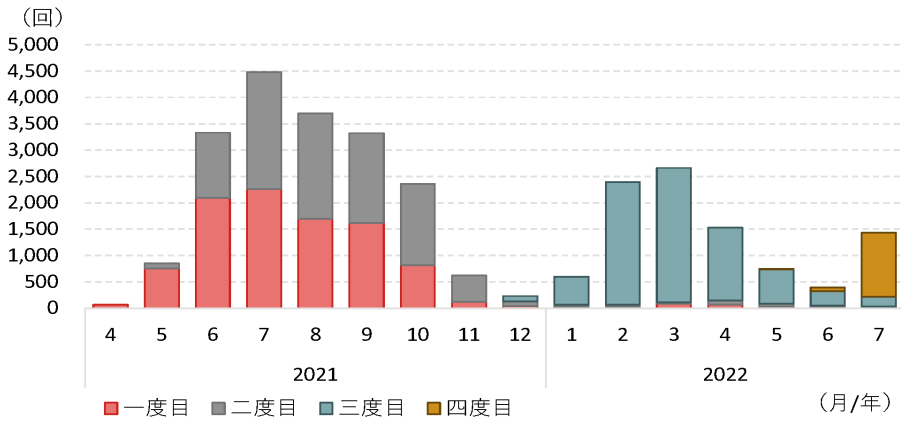
防衛関係費の一部(戦車や戦艦、関連施設など)は、GDP統計の公共投資に計上される。データが利用可能な直近年である2020年についてみると、防衛装備品による公共投資は1.3兆円であったことが分かる。2020年度における一般会計の防衛関係費が5.5兆円だったことを踏まえると、GDP統計の公共投資に計上されるのは予算額の20%程度と想定できる。今回の経済見直しでは、政府支出において2023年度より毎年防衛関係費が1兆円ほど増加していく想定を新たに置いたが、GDPを構成する公共投資にはこの部分を計上しなかった。防衛関係費関連の概算要求や、年末に改定が見込まれる戦略三文書(「国家安全保障戦略」「防衛計画の大綱」「中期防衛力整備計画」)の内容が明確化されていくなかで、この点については改めて経済見直しに反映させることとしたい。

(9) 政府消費: 7-9月期も感染再拡大により高止まる見込み

4-6月期はコロナ以外の医療受診が増えた可能性

22年4-6月期の実質政府消費支出は前期比+0.5%になった。新型コロナウイルス感染症の感染動向が落ち着きを見せていたことから、感染者数の多かった1-3月期と比べてPCR検査代などの減少により、野村では政府消費支出は抑えられると見込んでいた。4-6月期のワクチン接種回数については、1-3月期よりも少なく(図表 52)、政府消費支出の前期比押し下げ要因になったと見ていた。それにも関わらず4-6月期の政府消費支出が前期比増加した背景としては、コロナ以外の受診が増加した可能性が考えられよう。

図表 52: 新型コロナウイルス感染症ワクチン接種回数の推移



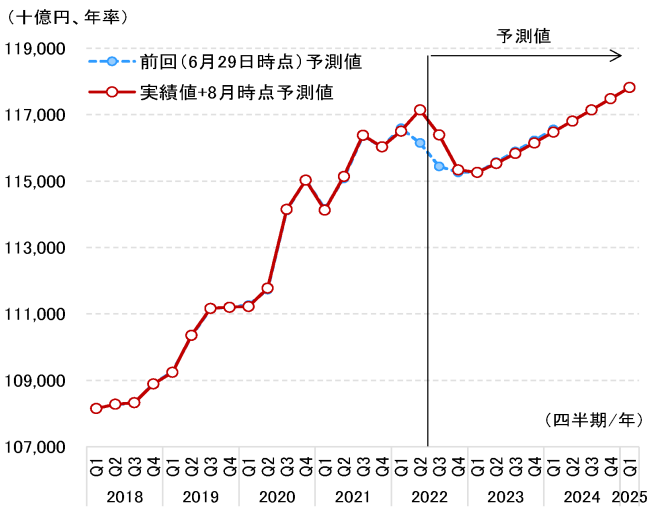
出所: 首相官邸資料より野村作成

7-9月期の政府消費支出は感染再拡大により高水準が続く見込み

7-9月期については、高齢者を中心としてワクチンの4度目接種が進んでいることや(図表 52)、感染者数が増加したことによってPCR検査代などの支出が増加したと見込まれることから、政府消費支出は引き続きコロナ前のトレンドを上回る金額になると予想される(図表 53)その後、10-12月期はコロナの感染拡大は落ち着いているとの想定から、政府消費支出はコロナ前のトレンド上の水準に落ち着くと見込まれる。

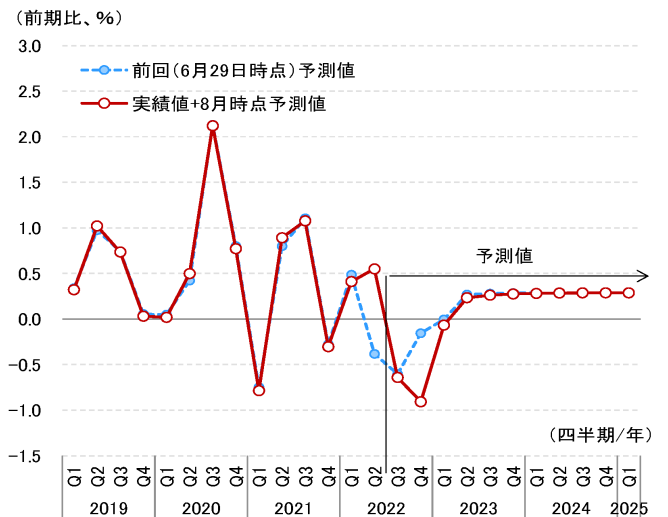
2023年以降については、高齢者人口の増加に伴って、コロナ前からのトレンド(前期比+0.3%程度)に沿った増加が続くと予想する。

図表 53: 政府消費の推移



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府資料より野村作成

図表 54: 政府消費の推移(前期比)



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府資料より野村作成

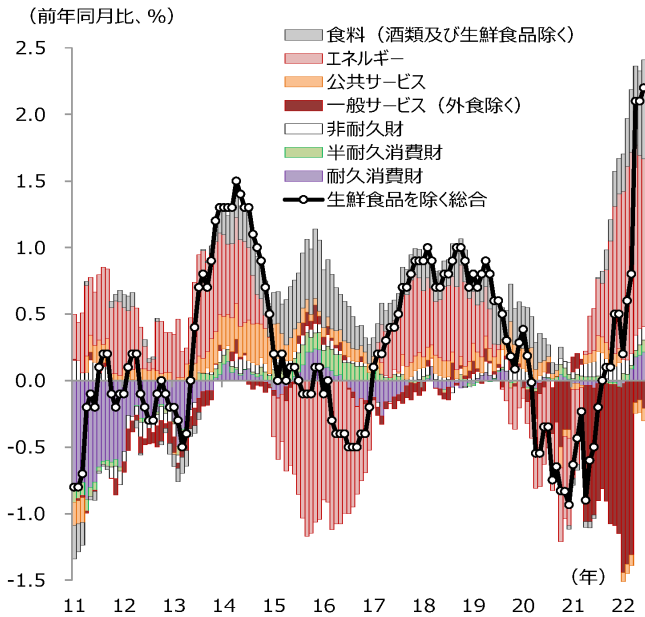
(10) 物価: 22年年末までコアCPIの前年比加速が続こう

22年4-6月期のコアCPIはコア食料や耐久消費財を中心に伸び率が加速

22年4-6月期のコアCPI(消費者物価指数: 生鮮食品を除く総合)インフレ率の平均値は前年同期比+2.1%と、同年1-3月期平均(同+0.6%)から大きく加速した(図表 55)。4-6月期におけるコアCPIインフレ率加速の主因は、21年4月に携帯電話料金の格安プランが導入された影響の剥落である。月次ベースで見ると、22年3月から4月にかけて

コアCPIの前年同月比は+1.3%pt加速したが、そのうち「通信料(携帯電話料金)」による押し上げ寄与が+1.08%ptである(図表 56)。

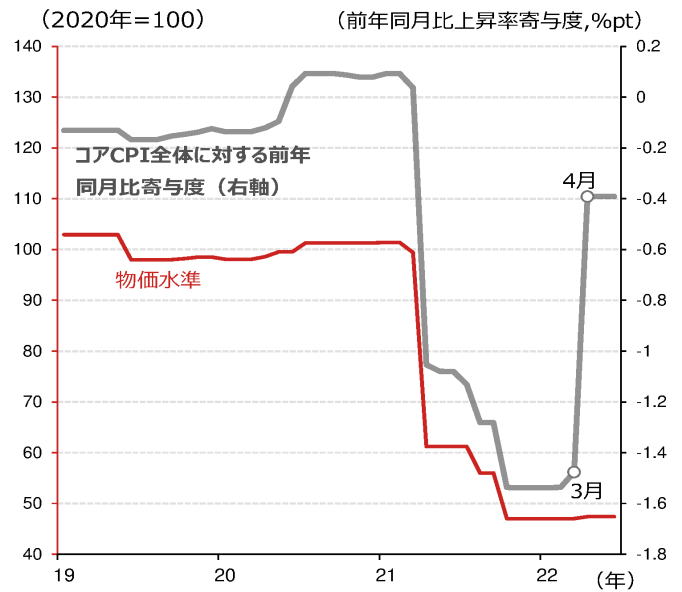
図表 55: 全国コア CPI(消費増税の影響除く)の寄与度分解



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、2019年10月からの幼児教育無償化及び2020年4月からの高等教育無償化の影響を除く。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

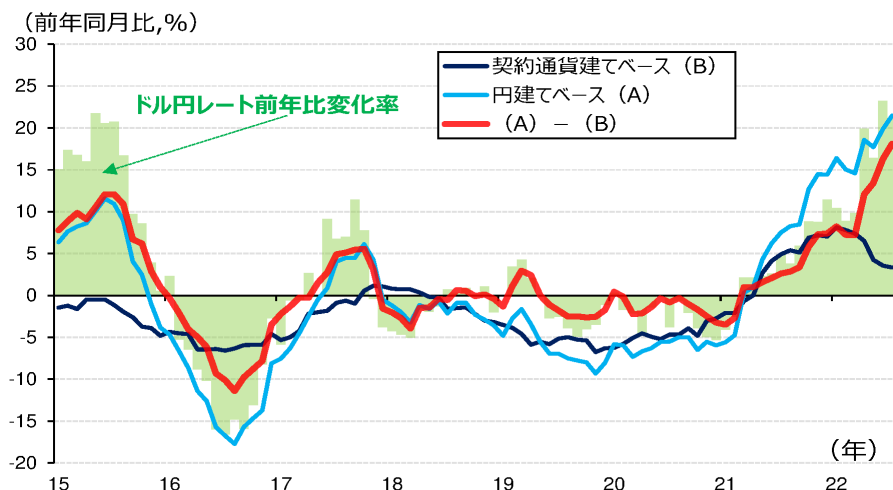
図表 56: 通信料(携帯電話料金)の推移



出所: 総務省資料より野村作成

ただコアCPIの前年比伸び率は4月以降も加速が続いており、「通信料(携帯電話料金)」以外の品目もインフレ率上昇に寄与していることが分かる。四半期ベースで品目別に見ると、コア食料(生鮮食品を除く食料、前年同期比寄与度の前期差+0.29%pt)や耐久消費財(同+0.17%pt)などが、4-6月期のコアCPI全体の加速に寄与している。これらの品目は、一次産品価格の高騰や円安進行などを背景として、輸入コスト上昇の影響を受けたと考えられる(図表 57、図表 59)。特に、耐久消費財に関しては、中国国内のロックダウン(都市封鎖)の影響で、部品の一種である半導体の需給が逼迫していることも価格高騰に寄与しているとみられる。

図表 57: 輸入物価指数「電気・電子機器」の推移とドル円レート



注: (A) - (B)は為替変動要因を意味する。

出所: 日本銀行資料、Bloombergより野村作成

本パートでは足元の投入コスト上昇の動きを踏まえた上で、その影響を相対的に被りやすい品目を中心に、先行きの野村の物価見通しを整理していく。

コア食料の前年比加速は22年年末まで続く見込み

まずコア食料の内訳を品目別に見ると、ハンバーガー(外食)(同+0.02%pt、コアCPI全体に対する押し上げ寄与)や中華麺(同+0.01%pt)、チョコレート(同+0.01%pt)などが主要な押し上げ品目となっている(図表 58)。コア食料のうち上昇寄与した上位10品目の顔ぶれを概観すると、原材料や製品そのものが輸入品である品目や小麦を原材料とする品目の多さが目立つ。北米地域の小麦の不作やウクライナ紛争に起因する供給制約、そして円安進行等の影響を受けて、上記の品目を中心に、物価上昇に拍車がかかっている可能性が高い。

図表 58: コア食料のうちインフレ加速への寄与度が大きかった上位20品目(22年4-6月期)

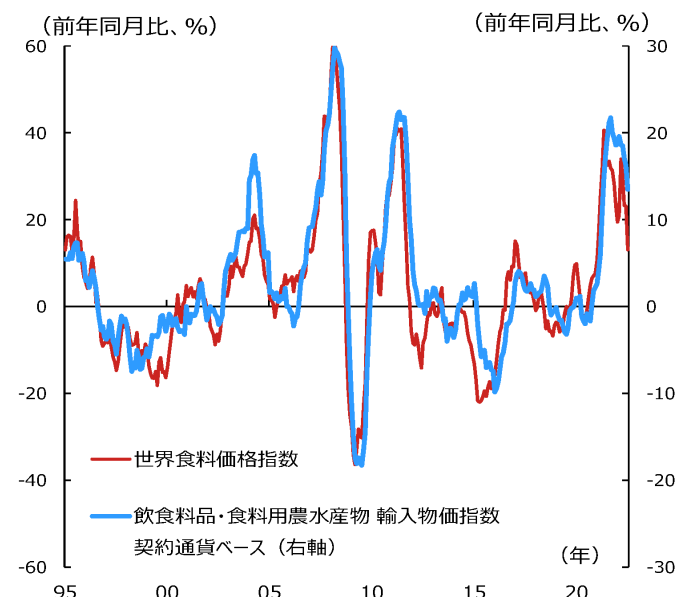
順位	品目名	コアCPI全体の加速への寄与度 (%pt)	順位	品目名	コアCPI全体の加速への寄与度 (%pt)
1	ハンバーガー(外食)	0.02	11	ゆでうどん	0.01
2	中華麺	0.01	12	チーズ(国産品)	0.01
3	チョコレート	0.01	13	コーヒー飲料A	0.01
4	すし(外食)A	0.01	14	すし(外食)B	0.01
5	ポテトチップス	0.01	15	からあげ	0.01
6	プリン	0.01	16	インスタントコーヒー	0.01
7	弁当B	0.01	17	カップ麺	0.01
8	食用油	0.01	18	チーズ(輸入品)	0.01
9	食パン	0.01	19	豚肉(国産品)	0.01
10	焼肉(外食)	0.01	20	ハンバーグ	0.01

出所: 総務省資料より野村作成

ウクライナ紛争については依然として不確実性が残る一方で、コアCPIに12か月程度先行する傾向がある世界食料価格指数(FAO(国際連合食糧農業機関)が公表)の前年同月比上昇率は既にピークアウトしている(図表 59)。加えて、ドル円レートが円高方向に動くとの野村予想を前提とした場合、食料品の輸入価格は早晚落ち着くと考えられる(図表 60)。

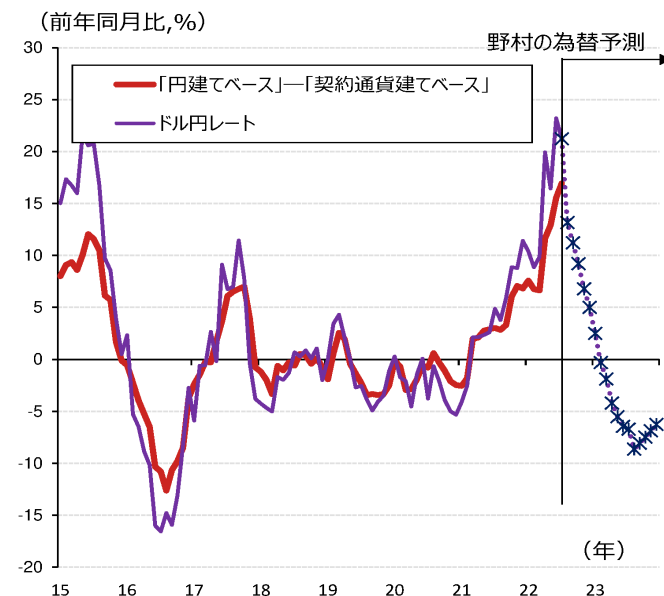
輸入物価指数から消費者物価指数に価格転嫁されるまでのタイムラグ(時間差)を勘案した結果、コア食料は、22年年内は前年比ベースで加速が続くと見込まれる。野村では、コア食料が22年11月にかけて前年比上昇率で+4.3%まで加速すると予測しており、同時期に至るまでコアCPI全体の加速に寄与しよう。

図表 59: 世界食料価格指数と輸入物価指数「飲食料品・食料用農水産物」の推移



出所: FAO(国際連合食糧農業機関)、日本銀行資料より野村作成

図表 60: 輸入物価指数「飲食料品・食料用農水産物」の為替変動要因とドル円レートの関係



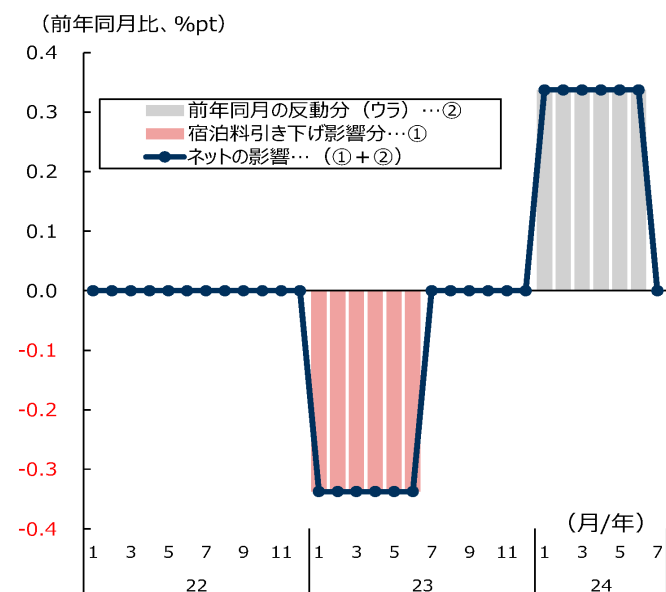
注: 22年7-9月期以降のドル円レートは、野村見通しとなっている。
出所: 日本銀行資料、Bloombergより野村作成

燃料油価格激変緩和措置の延長で、ガソリン価格は抑制が続く見込み

これまでのインフレ高進を駆動してきたもう一つの要因が、「エネルギー」による押し上げ寄与だ。ただ、「エネルギー」によるコアCPI押し上げ効果は、4-6月期に縮小した。内訳を見ると、「電気代」や「石油製品」が前年比減速の主因となっていた。

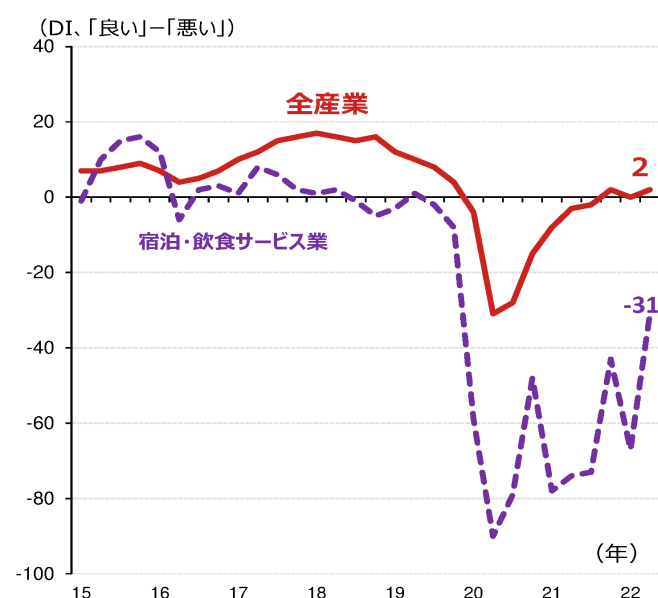
この「電気代」や「都市ガス代」は、22年9月にかけて再びコアCPI押し上げ幅を拡大する可能性が高い(図表 61)。北海ブレント価格やドル円レートのこれまでの実績値や先行きの野村の想定値を踏まえると、円建てベースで見た原油入着価格の前年比上昇率は22年7月にピークを迎えたとみられる。一方で、実際に原油入着価格の動きが「電気代」や「都市ガス代」といった消費者向けの販売価格に転嫁されるまでには、一定のタイムラグが存在する。このことを踏まえると、これらの品目に関しては加速寄与が続くと見られる。

図表 63: 「全国旅行支援策」がコアCPIに与える影響の想定



注: 「全国旅行支援策」が、23年1月から同年6月末にかけて実施されると野村では想定している。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 64: 業況判断DI(全規模)の推移



出所: 日本銀行資料より野村作成

その後のコアCPIについては、投入コスト上昇の一巡により、減速圧力が強まると見込まれる。加えて、足元の感染再拡大の影響で開始が遅れている「全国旅行支援策」が、23年1月から同年6月末にかけて実施されると野村では想定しており、コアCPI及びコアCPI全体にとって、追加的な押し下げの材料になるとみている(図表 63)。日本銀行全国企業短期観測調査(日銀短観)の22年6月調査の結果によれば、国内の宿泊サービス関連業種の業況がコロナ前まで回復できていない。同支援策再開による政策的後押しの必要性は依然として高いと言えよう(図表 64)。全国旅行支援策では、1人1泊あたりの旅行代金について最大40%の補助が付与される(交通付きプランの場合は上限8,000円、その他は上限5,000円)。この点を踏まえ、野村では、旅行代金の割引率が一律で40%になると想定して全国旅行支援策の影響を物価見通しに反映している。コアCPI全体における前年同月比ベースの押し下げ寄与は-0.34%pt程度になる計算だ。

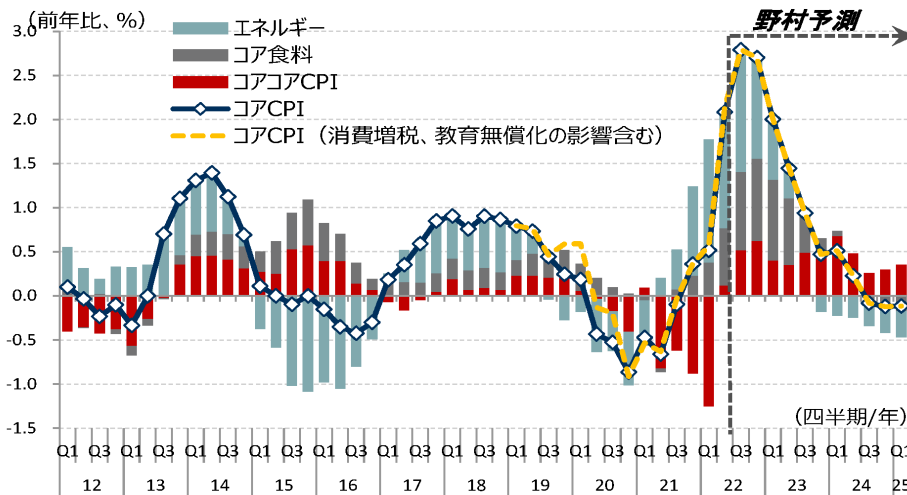
24年後半には、コアCPIは前年比で低下に転じると見込む

24年前半は、前年の同時期に実施予定の「全国旅行支援策」によるコアCPI押し下げの反動が生じることから、一時的にインフレ率が高まると見込まれる。

ただ、「エネルギー」や「コア食料」などを中心とするコストプッシュ型インフレによる影響の剥落で、24年以降を中心にコアCPI全体に対する押し下げの寄与度が強まると予想する。24年は需給ギャップの縮小が物価を押し上げると考えられるものの、コストプッシュ要因の剥落効果がこれを上回る見込みである。24年7-9月頃を目処にコアCPIは前年比低下に転じらる。

年度ベースで見ると、22年度のコアCPIは前年度比+2.4%まで一時的に加速した後、23年度は同+0.8%、24年度は同-0.0%と上昇率が減速していくと予測する(図表 65)。

図表 65: 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。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、予測は野村

(11) 金融政策: 2024年に向けてYCC据え置きがメインシナリオ

改めて問う、日銀の目指す物価の安定

エネルギーやコア食料(生鮮食品を除く食料)を牽引役として、コアCPI(生鮮食品を除く総合消費者物価指数)は4月以降、前年比+2%を上回るペースで上昇している。しかし、エネルギーなどの外生的要因から生じた2%インフレは、日銀が目指す物価安定とは異質であり、金融政策の変更(イールド・カーブ・コントロール(YCC)の修正など)を促すとは言い難い。

では、日本の景気が良くなった結果として2%インフレが生じた場合はどうであろうか。実はこれも日銀の考える安定的な2%インフレには該当しない。

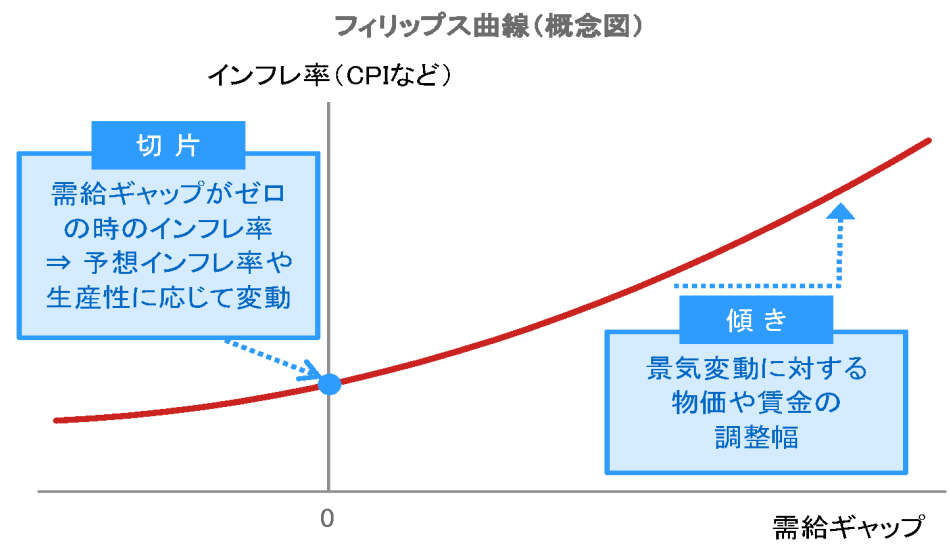
主要中央銀行の間で金融政策の運営姿勢に差異が見られる中、改めて日銀の目指す「物価の安定」が何を指すのかを問うことには意義があろう。この論点は、日銀が何をきっかけとしてYCCを修正するかを見通すうえでも、避けて通れない。

フィリップス曲線の骨格

日銀の目指す物価安定を理解するうえで、核となるフレームワークがフィリップス曲線である。まずその骨格を押さえ、その後、日銀の議論に移ろう。

フィリップス曲線は、横軸に景気の強弱を表す変数(需給ギャップ、失業率など)、縦軸にインフレ率を表す変数(CPI、賃金)をとって、両者の関係を見たもの(に過ぎない)。例えば、横軸に需給ギャップ、縦軸にCPIインフレ率をとると、通常は右上がりの関係が得られる(図表 66)。なぜならば、景気が良くなるほど(=需給ギャップの値が大きくなるほど)、インフレ率は高まる傾向があるからである。

図表 66: フィリップス曲線の傾きと切片



出所: 野村作成

そのうえで、注目したいのが、この曲線の切片である。これは横軸の需給ギャップがゼロの状態に対応するインフレ率である^[1]。すなわち、経済がインフレ的でもデフレ的でもないときに実現すると見込まれるインフレ率を指す。この切片は予想インフレ率、生産性などで上下に移動する(この点に関する理論的背景は省略する)。

次に見るように、この切片こそが、日銀の考える物価安定に直結する。

9年前に黒田総裁が述べたこと

日銀の目指す物価安定を理解するうえで、2013年9月に行われたきさらぎ会での黒田総裁による講演(演題: デフレからの脱却と「量的・質的金融緩和」)が大変分かりやすい。9年も前に行われた講演ではあるが、今なお参照に値する。

この講演で黒田総裁は以下のように述べている。「景気が『ものすごく良い』時に2%を達成しても、景気の波の中でまた物価上昇率は下がってしまうからです。したがって、安定的に2%の物価上昇率を実現するためには、景気が普通の状態の時に2%になるような経済・物価の関係を作る必要があります。こう考えると、従来のように『景気を良くして物価上昇率を上げる』というアプローチだけでは、物価安定目標である2%を持続的に達成することはできないということがわかります。ここに、フィリップス曲線を上方にシフトさせるような政策が必要になるということです。」

ポイントは「景気が普通の状態」で実現する物価2%上昇こそが、日銀が目指す安定的な2%インフレだという点である。

では、「景気が普通の状態」とはどういう状態か。それこそが需給ギャップがゼロ、すなわち実際のGDP(需要)が潜在GDP(供給能力)と等しい状態に当たる。これは、先に見たフィリップス曲線において、「横軸がゼロ」ということに等しい。その時のインフレ率が2%になるとは、まさに同曲線の切片が2%になることを意味する。

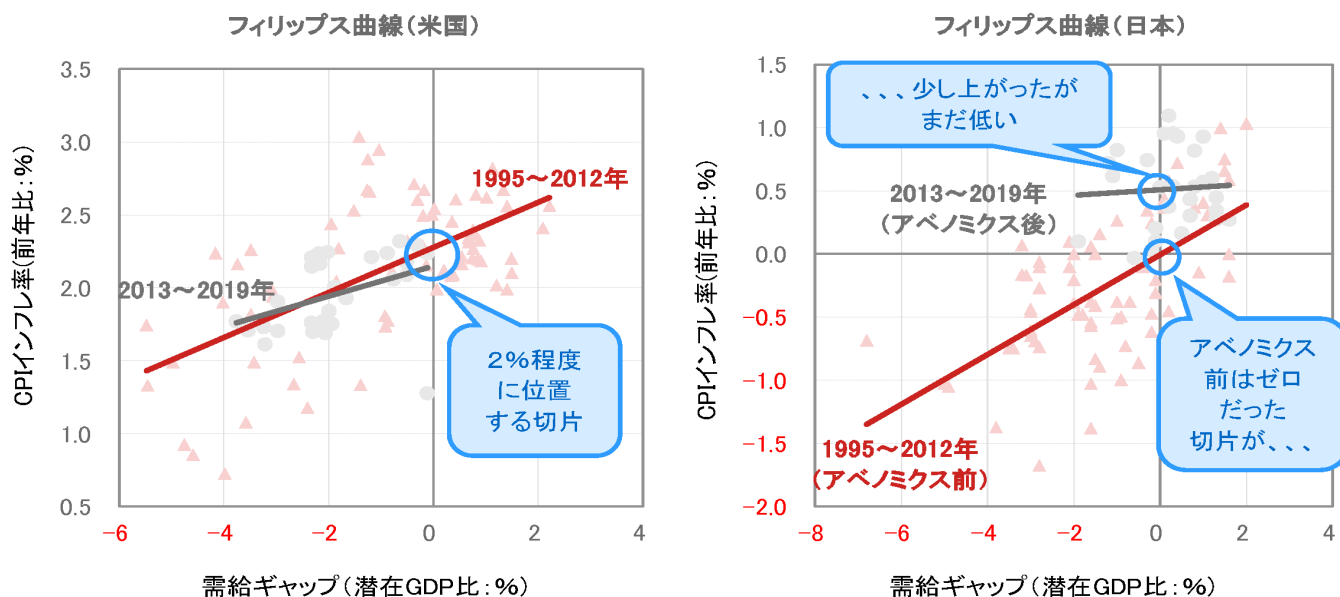
切片が2%で安定する米国、日本は？

実際に日本と米国のフィリップス曲線を描くと、両国で切片の位置が全く異なることが分かる。

米国のフィリップス曲線は切片がほぼ2%で安定している(図表 67)。したがって米国では、景気の強弱に関わらず、通奏低音のごとく2%が意識された形で、物価が形成されている。

1. 経済データになじみのある読者は、①失業率は必ずプラスの値をとる、②したがってフィリップス曲線の横軸に失業率を用いた場合、横軸はプラスの値しかとれない(定義域がプラスのみ)、③その場合、縦軸との「切片」自体が存在しない、と考えるかもしれない。この指摘は正しいが、通常、フィリップス曲線の横軸に失業率を用いる場合、失業率をそのまま使うことはない。失業率から構造的な要素を除いて、景気の強弱のみを反映する「循環的失業率」を用いるのが一般的である。この循環的失業率はマイナスの値をとりうるため、フィリップス曲線の横軸における定義域にはプラス、マイナス両方の値が含まれる。したがって、失業率(厳密には循環的失業率)を横軸に用いた場合でも、フィリップス曲線の切片は存在する。

図表 67: 日本と米国で大きく異なるフィリップス曲線の切片



注: 1995～2012年は日本のアベノミクス前、2013～2020年はアベノミクス後に相当。データが不安定な動きを見せていることから、コロナ禍の時間帯(2020年～)を除いている。

出所: 内閣府、総務省、CBO、BLS資料より野村作成

それに対して、日本のフィリップス曲線の切片は2%を大きく下回っている。確かにアベノミクス前(1995～2012年)と比べると、アベノミクス後(2013～2019年)は幾分、切片が上に移動した。それでも2%にはほど遠い。

利上げに打って出たFRBと、今なおYCCを続ける日銀の置かれた経済・物価環境は、根底において大きく異なっている。

フィリップス曲線の3分割

ただし、フィリップス曲線は見た目のシンプルさに相反して、解釈が意外と難しくブラックボックス的な側面があることも否めない。

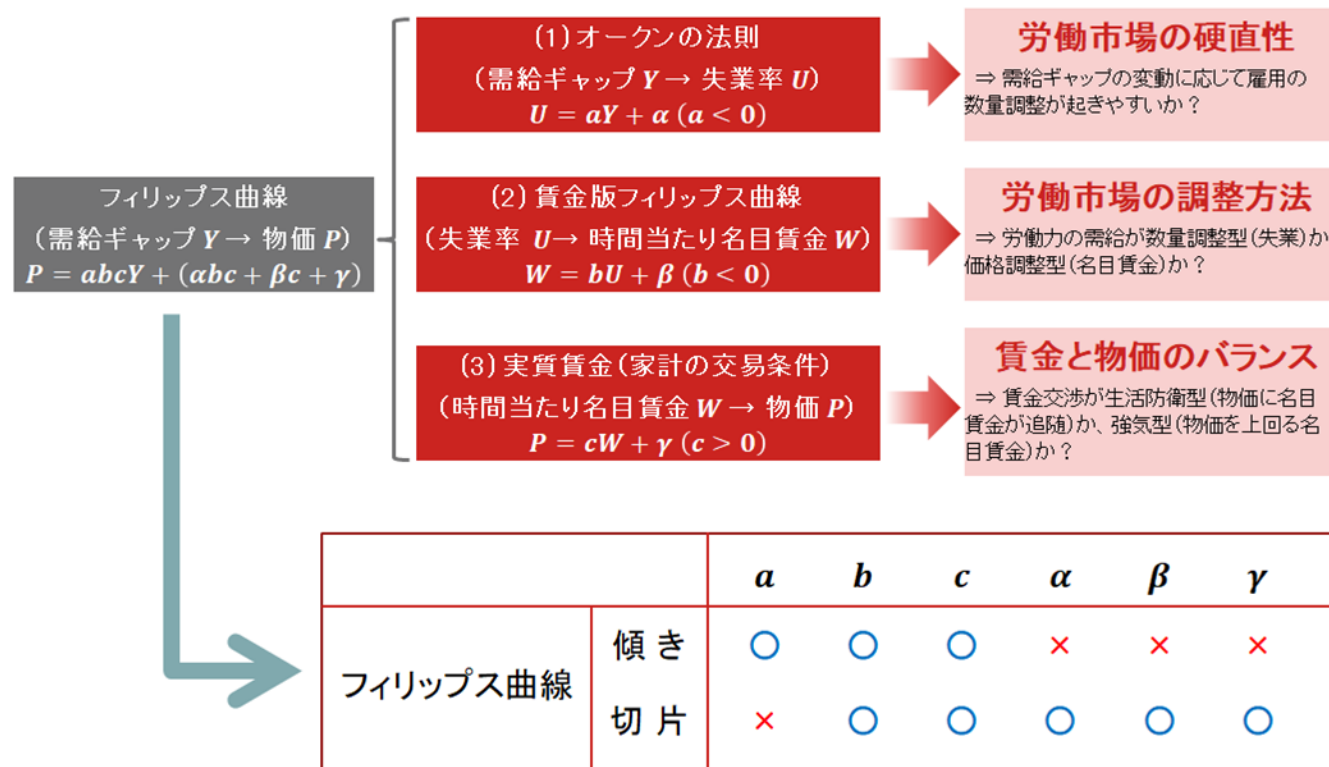
そこで同曲線を3つに分解してみよう。すなわち「需給ギャップ⇒CPI」という関係を表すフィリップス曲線を

- (1) 需給ギャップ ⇒ 失業率(オーケンの法則)
- (2) 失業率 ⇒ 名目賃金(賃金版フィリップス曲線)
- (3) 名目賃金 ⇒ CPI(実質賃金)

という3段階に分割する。

この場合、(1)は景気変動に対する雇用の調整速度、(2)は労働市場が数量調整型か賃金調整型かの比較、(3)は賃金と物価(すなわち実質賃金)の変動のあり方に対応する(図表 68)。

図表 68: フィリップス曲線の3分割



注: フィリップス曲線の傾き、切片にそれぞれ直接影響する変数は○、影響しない変数は×としている。
出所: 野村作成

このような3分割によって、日・米のフィリップス曲線の違いの背景を探ると、これら3つの段階すべてにおいて日米間に大きな差を見出すことができる(図表 69)。

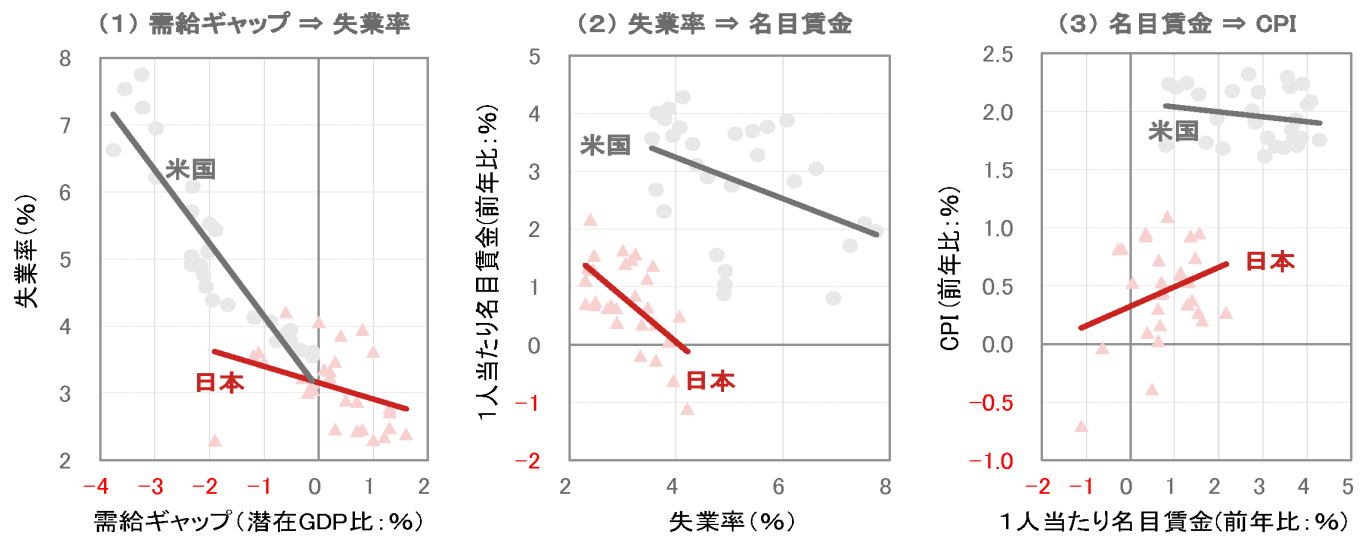
第1に「需給ギャップ⇒失業率」の関係を見ると、米国と比べて日本は傾きがフラットである。つまり、日本は景気変動(需給ギャップの変動)に対して、失業率の調整幅が小さい。これは、良く言えば雇用が安定的、悪く言えば固定的(経済の新陳代謝が起きにくい)であることを示唆する。

第2に「失業率⇒名目賃金」の関係を見ると、日本は米国と比べて明らかに下方に位置する。これは完全雇用に近い状態で実現する名目賃金上昇率が日本は米国より低いことを意味し、日本で予想インフレ率が低く抑えられる背景を説明する。

第3に「名目賃金⇒CPI」の関係を見ると、ここでも日本は米国より低位にある。賃金からCPIへのフィードバック経路が細い。

これらのうち、特に第2、第3の点が日本のフィリップス曲線の切片の低さに反映されている。一言でいえば、切片を引き上げるには労働市場を中心とする構造的な問題への対処が求められる。これに時間を要することを念頭に置くと、日銀がYCCを調整する姿はなかなか想定されない。

図表 69: 日・米フィリップス曲線の3分割



注: 1995年からコロナ禍前の2019年までのデータに基づく。
 出所: 内閣府、総務省、CBO、BLS資料より野村作成

経済見通し

(12) 日本経済見通し

図表 70: 四半期実質国内総支出・鉱工業生産・失業率

(単位: 2015年連鎖価格10億円)

	22年				23年				24年			
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	
民間最終消費支出	293954.7	297277.5	296845.2	301539.8	301901.6	302303.0	302890.6	303816.8	304812.3	305696.4	306567.9	
(前期比 %)	0.3	1.1	-0.1	1.6	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
(前年同期比 %)	2.0	3.1	3.8	2.9	2.7	1.7	2.0	0.8	1.0	1.1	1.2	
民間住宅投資	18097.3	17759.9	17860.7	17929.1	17983.2	18030.4	18045.3	18022.8	17983.7	17924.5	17867.4	
(前期比 %)	-1.4	-1.9	0.6	0.4	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	
(前年同期比 %)	-3.0	-6.2	-4.0	-2.3	-0.6	1.5	1.0	0.5	0.0	-0.6	-1.0	
民間企業設備投資	83199.3	84388.6	85430.3	86515.8	86657.6	87442.0	88514.5	89285.6	90052.1	90932.0	91423.5	
(前期比 %)	-0.3	1.4	1.2	1.3	0.2	0.9	1.2	0.9	0.9	1.0	0.5	
(前年同期比 %)	-1.0	-0.6	2.6	3.7	4.2	3.6	3.6	3.2	3.9	4.0	3.3	
民間在庫投資	2949.1	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	686.2	
(前期比寄与度 %ポイント)	0.5	-0.4	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	116504.1	117144.7	116393.6	115337.9	115259.7	115529.1	115830.6	116148.8	116475.9	116807.8	117142.8	
(前期比 %)	0.4	0.5	-0.6	-0.9	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
(前年同期比 %)	2.1	1.7	0.0	-0.6	-1.1	-1.4	-0.5	0.7	1.1	1.1	1.1	
公的固定資本投資	26047.0	26288.7	26491.4	26309.9	26011.0	26015.9	26199.7	25772.4	25404.4	25210.2	25391.0	
(前期比 %)	-3.2	0.9	0.8	-0.7	-1.1	0.0	0.7	-1.6	-1.4	-0.8	0.7	
(前年同期比 %)	-12.6	-8.9	-5.3	-2.2	-0.1	-1.0	-1.1	-2.0	-2.3	-3.1	-3.1	
公的在庫投資	-8.4	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	
(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	-1142.8	-898.5	-990.1	-141.7	407.2	-22.9	-91.1	312.6	310.5	483.8	755.8	
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.5	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	
輸出	104901.9	105862.2	106159.3	106301.2	106591.2	106795.1	107509.0	108634.2	109297.7	110172.1	111163.7	
(前期比 %)	0.9	0.9	0.3	0.1	0.3	0.2	0.7	1.0	0.6	0.8	0.9	
(前年同期比 %)	4.5	2.7	2.8	2.2	1.6	0.9	1.3	2.2	2.5	3.2	3.4	
輸入	106044.7	106760.6	107149.5	106442.9	106184.0	106817.9	107600.0	108321.5	108987.3	109688.3	110407.9	
(前期比 %)	3.5	0.7	0.4	-0.7	-0.2	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	
(前年同期比 %)	7.3	3.3	5.0	3.9	0.1	0.1	0.4	1.8	2.6	2.7	2.6	
実質国内総生産	539199.2	542120.1	542240.5	547745.4	548515.6	549629.5	551754.5	553753.6	555460.2	557500.1	559615.5	
(前期比 %)	0.0	0.5	0.0	1.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	
(前期比年率)	0.1	2.2	0.1	4.1	0.6	0.8	1.6	1.5	1.2	1.5	1.5	
(前年同期比 %)	0.7	1.1	1.6	1.6	1.7	1.4	1.8	1.1	1.3	1.4	1.4	
GDPデフレーター	100.9	100.6	101.3	101.5	101.5	101.6	102.2	102.1	102.1	102.1	102.2	
(前年同期比 %)	-0.5	-0.4	0.3	1.0	0.6	1.0	0.9	0.6	0.6	0.4	0.0	
鉱工業生産(2015年=100)	95.7	93.1	93.8	95.4	94.5	94.8	95.5	95.9	96.6	97.5	98.3	
(前期比 %)	0.8	-2.7	0.8	1.7	-0.9	0.3	0.7	0.4	0.7	1.0	0.8	
(前年同期比 %)	-0.6	-3.7	-0.9	0.5	-1.2	1.9	1.8	0.5	2.1	2.8	2.9	
完全失業率 (%)	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。2. 2022年4-6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 71: 実質国内総支出・鉱工業生産・失業率 (年度・暦年)

(単位: 2015年連鎖価格10億円)

	20年度	21年度	22年度 (予)	23年度 (予)	24年度 (予)	20暦年	21暦年	22暦年 (予)	23暦年 (予)	24暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	283005.5 -5.4	290392.6 2.6	299426.3 3.1	303478.3 1.4	306916.8 1.1	285211.3 -5.2	288932.5 1.3	297460.1 3.0	302758.2 1.8	306129.6 1.1
民間住宅投資 (前年比 %)	18802.5 -7.8	18497.0 -1.6	17888.1 -3.3	18024.1 0.8	17841.9 -1.0	19000.0 -8.0	18634.8 -1.9	17916.3 -3.9	18024.0 0.6	17898.5 -0.7
民間企業設備投資 (前年比 %)	83181.2 -7.7	83694.4 0.6	85838.3 2.6	88926.0 3.6	91795.3 3.2	84664.1 -6.9	83922.3 -0.9	84866.6 1.1	87972.1 3.7	91093.9 3.5
民間在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	446.5 -0.2	1012.1 0.1	699.6 -0.1	699.6 0.0	699.6 0.0	665.7 -0.1	-168.8 -0.1	1265.3 0.3	699.6 -0.1	699.6 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	113771.1 2.5	116024.8 2.0	116037.4 0.0	116004.9 0.0	117321.1 1.1	113047.4 2.3	115423.0 2.1	116351.2 0.8	115698.2 -0.6	116982.6 1.1
公的固定資本投資 (前年比 %)	29521.3 5.1	27314.3 -7.5	26254.4 -3.9	25811.1 -1.7	24739.0 -4.2	29118.0 3.6	28357.7 -2.6	26264.4 -7.4	25979.4 -1.1	25166.5 -3.1
公的在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	-31.0 0.0	-14.8 0.0	-24.2 0.0	-24.2 0.0	-24.2 0.0	-23.4 0.0	-18.6 0.0	-20.2 0.0	-24.2 0.0	-24.2 0.0
純輸出 <前年比寄与度 %ポイント>	-4142.8 -0.6	434.0 0.8	-336.0 -0.1	200.3 0.1	1190.5 0.2	-4742.7 -0.8	1107.0 1.0	-725.4 -0.3	223.0 0.2	780.0 0.1
輸出 (前年比 %)	92332.6 -10.0	103835.6 12.5	106232.2 2.3	108071.8 1.7	111794.7 3.4	91870.9 -11.6	102690.6 11.8	105808.0 3.0	107392.1 1.5	110736.7 3.1
輸入 (前年比 %)	96475.4 -6.3	103401.5 7.2	106568.3 3.1	107871.5 1.2	110604.1 2.5	96613.6 -6.7	101583.6 5.1	106533.4 4.9	107169.0 0.6	109956.7 2.6
実質国内総生産 (前年比 %)	524879.8 -4.5	536896.4 2.3	544954.3 1.5	552428.6 1.4	559923.0 1.4	527261.9 -4.6	536009.0 1.7	542611.1 1.2	550681.9 1.5	558172.0 1.4
GDPデフレーター (前年比 %)	101.9 0.7	100.9 -1.0	101.3 0.4	102.1 0.8	102.1 0.0	101.9 0.9	101.0 -0.9	101.1 0.1	101.9 0.8	102.2 0.2
鉱工業生産 (2015年=100) (前年比 %)	90.3 -9.6	95.5 5.8	94.2 -1.4	95.7 1.6	98.6 3.1	90.6 -10.4	95.7 5.6	94.5 -1.3	95.2 0.7	97.8 2.8
完全失業率 (%)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4

注: 1. 別段の記載がない限り、2015年連鎖価格10億円単位。2. -0.0の場合も0.0と表示している。

出所: 内閣府、総務省、経済産業省資料より野村作成

図表 72: 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)

	22年				23年				24年			
	1-3	4-6	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	
民間最終消費支出	299473.4	306202.4	308676.6	313855.2	314242.9	315038.0	317429.0	317491.9	318568.1	319165.4	321061.2	
(前期比 %)	1.2	2.2	0.8	1.7	0.1	0.3	0.8	0.0	0.3	0.2	0.6	
(前年同期比 %)	2.7	5.5	6.6	6.0	4.9	2.9	2.8	1.2	1.4	1.3	1.1	
民間住宅投資	21099.8	20986.0	21212.9	21080.3	21001.0	21019.3	21010.9	20899.2	20811.3	20744.2	20678.6	
(前期比 %)	0.0	-0.5	1.1	-0.6	-0.4	0.1	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	
(前年同期比 %)	6.2	2.1	1.5	-0.1	-0.5	0.2	-1.0	-0.9	-0.9	-1.3	-1.6	
民間企業設備投資	86909.1	89260.1	90099.3	90789.6	90635.1	91362.9	91889.5	92647.5	93416.5	94385.5	94403.2	
(前期比 %)	0.7	2.7	0.9	0.8	-0.2	0.8	0.6	0.8	0.8	1.0	0.0	
(前年同期比 %)	2.3	3.4	5.4	5.2	4.3	2.4	2.0	2.0	3.1	3.3	2.7	
民間在庫投資	2293.6	576.4	710.2	710.2	710.2	710.2	710.2	710.2	710.2	710.2	710.2	
(前期比寄与度 %ポイント)	0.5	-0.3	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	118486.1	118403.6	118829.5	117892.6	117846.3	118292.9	119299.6	119316.2	119695.5	119943.9	120688.5	
(前期比 %)	1.3	-0.1	0.4	-0.8	0.0	0.4	0.9	0.0	0.3	0.2	0.6	
(前年同期比 %)	3.8	2.4	0.8	0.8	-0.5	-0.1	0.4	1.2	1.6	1.4	1.2	
公的固定資本投資	28711.4	29337.8	29530.0	29240.3	28869.5	28903.4	28978.9	28550.2	28190.9	28048.0	28159.0	
(前期比 %)	-2.1	2.2	0.7	-1.0	-1.3	0.1	0.3	-1.5	-1.3	-0.5	0.4	
(前年同期比 %)	-8.8	-4.2	-1.8	-0.3	0.6	-1.5	-1.9	-2.4	-2.4	-3.0	-2.8	
公的在庫投資	9.3	-43.0	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	-24.5	
(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	-13109.7	-19330.2	-19749.9	-17436.6	-16482.9	-16684.7	-15180.8	-14263.2	-14032.7	-13943.2	-13752.7	
(前期比寄与度 %ポイント)	-1.0	-1.1	-0.1	0.4	0.2	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	
輸出	109376.0	116803.7	118495.8	115741.5	114553.6	114379.9	114059.4	114163.0	114671.2	115588.6	116628.9	
(前期比 %)	3.4	6.8	1.4	-2.3	-1.0	-0.2	-0.3	0.1	0.4	0.8	0.9	
(前年同期比 %)	15.6	18.4	17.4	9.4	4.7	-2.1	-3.7	-1.4	0.1	1.1	2.3	
輸入	122485.6	136134.0	138245.7	133178.1	131036.5	131064.6	129240.2	128426.2	128703.9	129531.8	130381.5	
(前期比 %)	8.0	11.1	1.6	-3.7	-1.6	0.0	-1.4	-0.6	0.2	0.6	0.7	
(前年同期比 %)	32.6	35.1	30.7	17.4	7.0	-3.7	-6.5	-3.6	-1.8	-1.2	0.9	
名目国内総生産	543873.2	545393.1	549284.2	556107.1	556797.6	558617.5	564112.9	565327.5	567335.5	569029.4	571923.6	
(前期比 %)	0.4	0.3	0.7	1.2	0.1	0.3	1.0	0.2	0.4	0.3	0.5	
(前期比年率)	1.5	1.1	2.9	5.1	0.5	1.3	4.0	0.9	1.4	1.2	2.1	
(前年同期比 %)	0.2	0.7	1.8	2.6	2.5	2.4	2.7	1.6	1.9	1.9	1.4	
国内企業物価(2020年=100)	110.3	113.3	113.8	111.8	110.6	110.2	109.7	109.1	108.7	108.8	108.7	
(前期比 %)	2.1	2.8	0.4	-1.7	-1.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.3	0.1	-0.1	
(前年同期比 %)	9.2	9.6	7.7	3.5	0.3	-2.8	-3.6	-2.4	-1.7	-1.3	-1.0	
消費者物価指数(総合)(2020年=100)	100.8	101.8	102.9	103.1	103.1	103.2	103.9	103.6	103.6	103.4	103.8	
(前期比)	0.7	1.0	1.2	0.1	0.0	0.1	0.7	-0.3	0.0	-0.1	0.4	
(前年同期比)	0.9	2.4	3.0	2.9	2.0	1.5	0.9	0.5	0.5	0.2	-0.1	
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)(2020年=100)	100.6	101.4	102.6	102.7	102.7	102.9	103.6	103.2	103.3	103.1	103.5	
(前期比 %)	0.6	0.8	1.2	0.1	0.0	0.1	0.7	-0.3	0.0	-0.1	0.4	
(前年同期比 %)	0.6	2.1	2.8	2.7	2.0	1.4	0.9	0.5	0.5	0.2	-0.1	

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. 2022年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。4. 四半期の額、指数は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 73: 名目国内総支出・物価(年度・暦年)

(単位: 10億円)

	20年度	21年度	22年度 (予)	23年度 (予)	24年度 (予)	20暦年	21暦年	22暦年 (予)	23暦年 (予)	24暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	286962.5 -5.5	293838.1 2.4	310789.4 5.8	317148.6 2.0	320663.1 1.1	289497.5 -5.0	291930.0 0.8	307148.1 5.2	316082.3 2.9	319935.4 1.2
民間住宅投資 (前年比 %)	19812.6 -7.4	20921.5 5.6	21074.4 0.7	20936.8 -0.7	20636.4 -1.4	20004.3 -7.0	20618.4 3.1	21098.7 2.3	20983.6 -0.5	20707.1 -1.3
民間企業設備投資 (前年比 %)	83745.5 -8.2	86326.9 3.1	90271.1 4.6	92428.3 2.4	95029.0 2.8	85302.4 -7.1	85786.4 0.6	89226.1 4.0	91648.3 2.7	94344.3 2.9
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	58.5 -0.2	581.1 0.1	658.3 0.0	691.7 0.0	691.7 0.0	288.1 -0.2	-404.3 -0.1	1054.1 0.3	691.7 -0.1	691.7 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	113703.2 1.7	117184.7 3.1	118253.5 0.9	119151.8 0.8	120599.7 1.2	113183.2 1.7	116149.6 2.6	118405.4 1.9	118712.8 0.3	120276.9 1.3
公的固定資本投資 (前年比 %)	30909.0 5.5	29593.6 -4.3	29219.5 -1.3	28618.6 -2.1	27540.2 -3.8	30441.6 4.4	30361.5 -0.3	29175.7 -3.9	28806.3 -1.3	27965.9 -2.9
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-26.8 0.0	-21.0 0.0	-47.2 0.0	-47.2 0.0	-47.2 0.0	-14.1 0.0	-38.8 0.0	-51.8 0.0	-47.2 0.0	-47.2 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	-432.8 0.3	-6823.4 -1.2	-18197.1 -2.1	-14990.8 0.6	-13354.4 0.3	-1454.0 0.0	-3032.4 -0.3	-17367.1 -2.6	-15597.1 0.3	-13696.9 0.3
輸出 (前年比 %)	84367.6 -11.8	103697.5 22.9	116372.9 12.2	114298.0 -1.8	117257.1 2.6	83821.7 -14.0	100040.4 19.3	115087.4 15.0	114268.8 -0.7	116159.9 1.7
輸入 (前年比 %)	84800.4 -13.2	110520.9 30.3	134570.0 21.8	129288.8 -3.9	130611.5 1.0	85275.7 -13.9	103072.9 20.9	132454.6 28.5	129865.9 -2.0	129856.7 0.0
名目国内総生産 (前年比 %)	534731.6 -3.9	541601.5 1.3	552021.9 1.9	563937.9 2.2	571758.5 1.4	537249.1 -3.7	541370.3 0.8	548689.4 1.4	561280.8 2.3	570177.3 1.6
国内企業物価(2020年=100) (前年比 %)	99.9 -1.5	106.9 7.0	112.4 5.2	109.4 -2.6	108.7 -0.7	100.0 -1.2	104.5 4.5	112.3 7.5	109.9 -2.1	108.7 -1.1
消費者物価指数(総合)(2020年=100) (前年比 %)	99.9 -0.2	100.0 0.1	102.5 2.5	103.4 0.8	103.4 0.0	100.0 0.0	99.8 -0.2	102.0 2.3	103.3 1.2	103.4 0.1
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合) (2020年=100) (前年比 %)	99.9 -0.4	99.9 0.1	102.3 2.4	103.2 0.8	103.2 0.0	100.0 -0.2	99.8 -0.2	101.8 2.1	103.1 1.2	103.2 0.1

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 74: 国際収支

	2022年				2023年				2024年			
	1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)
(単位: 億円)												
[原系列]												
経常収支	30,085	4,972	21,186	-1,175	15,414	1,952	28,657	5,602	28,009	9,738	34,243	12,921
貿易・サービス収支	-30,316	-51,318	-46,831	-43,680	-41,524	-48,864	-37,319	-39,935	-37,371	-46,505	-35,854	-35,943
貿易収支	-19,152	-37,535	-37,369	-30,373	-33,499	-32,209	-27,240	-29,568	-31,366	-31,676	-26,675	-25,915
輸出	223,836	240,243	248,201	255,280	236,594	232,345	233,528	244,941	232,816	230,315	236,390	253,026
(前年比)	(17.2%)	(19.2%)	(20.0%)	(14.3%)	(5.7%)	(-3.3%)	(-5.9%)	(-4.0%)	(-1.6%)	(-0.9%)	(1.2%)	(3.3%)
輸入	242,989	277,778	285,570	285,653	270,093	264,554	260,768	274,508	264,182	261,991	263,065	278,941
(前年比)	(37.0%)	(44.3%)	(38.0%)	(24.6%)	(11.2%)	(-4.8%)	(-8.7%)	(-3.9%)	(-2.2%)	(-1.0%)	(0.9%)	(1.6%)
サービス収支	-11,164	-13,783	-9,463	-13,307	-8,025	-16,655	-10,079	-10,367	-6,005	-14,830	-9,179	-10,028
第一次所得収支	68,350	60,378	72,270	46,079	61,628	52,659	70,229	49,111	70,069	58,087	74,350	52,438
第二次所得収支	-7,949	-4,088	-4,253	-3,575	-4,690	-1,844	-4,253	-3,575	-4,690	-1,844	-4,253	-3,575
資本移転等収支	-243	181	-738	-411	-303	-318	-442	-368	-358	-372	-385	-371
金融収支	35,632	-18,507	20,449	-1,587	15,111	1,634	28,215	5,234	27,651	9,366	33,858	12,550
(うち外貨準備)	1,359	1,225	10,149	11,662	12,150	13,445	8,504	8,356	9,356	10,517	10,570	10,414
誤差脱漏	5,790	-23,660	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	22,715	13,580	7,403	10,441	8,147	10,651	15,237	17,255	20,707	18,442	20,806	24,390
貿易・サービス収支	-32,244	-46,736	-51,119	-44,133	-43,349	-44,191	-41,243	-40,351	-39,231	-41,827	-39,795	-36,543
貿易収支	-16,878	-37,593	-40,703	-30,901	-31,122	-32,175	-30,211	-30,059	-29,023	-31,636	-29,664	-26,590
輸出	226,620	246,267	250,851	244,422	239,536	238,171	236,022	234,523	235,712	236,090	238,914	242,264
(前期比)	(6.0%)	(8.7%)	(1.9%)	(-2.6%)	(-2.0%)	(-0.6%)	(-0.9%)	(-0.6%)	(0.5%)	(0.2%)	(1.2%)	(1.4%)
輸入	243,498	283,859	291,554	275,323	270,659	270,345	266,233	264,582	264,735	267,726	268,578	268,854
(前期比)	(10.2%)	(16.6%)	(2.7%)	(-5.6%)	(-1.7%)	(-0.1%)	(-1.5%)	(-0.6%)	(0.1%)	(1.1%)	(0.3%)	(0.1%)
サービス収支	-15,366	-9,144	-10,416	-13,232	-12,227	-12,016	-11,032	-10,292	-10,207	-10,191	-10,132	-9,953
第一次所得収支	61,922	66,264	62,225	58,277	55,200	58,545	60,184	61,309	63,641	63,973	64,305	64,636
第二次所得収支	-6,963	-5,948	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704	-3,704

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度 (予)	2023年度 (予)	2024年度 (予)	2019暦年	2020暦年	2021暦年	2022暦年 (予)	2023暦年 (予)	2024暦年 (予)
経常収支	186,286	162,674	126,515	40,397	64,220	93,460	192,513	156,739	154,877	55,068	51,625	84,910
(ドル建て: 億ドル)	1715	1540	1132	313	527	779	1,766	1,470	1,425	450	415	708
(対名目GDP比)	(3.3%)	(3.0%)	(2.3%)	(0.7%)	(1.1%)	(6.6%)	(3.5%)	(2.9%)	(2.9%)	(1.0%)	(0.9%)	(6.0%)
貿易・サービス収支	-13,548	2,365	-64,620	-183,354	-163,489	-148,450	-9,318	-8,772	-25,615	-172,146	-167,642	-155,673
貿易収支	3,753	37,769	-16,187	-138,776	-120,383	-108,907	1,503	27,778	16,701	-124,429	-122,516	-115,632
輸出	746,693	683,503	855,619	980,317	943,630	963,106	757,751	672,628	822,837	967,559	947,407	952,547
(前年比)	(-7.0%)	(-8.5%)	(25.2%)	(14.6%)	(-3.7%)	(8.2%)	(-6.7%)	(-11.2%)	(22.3%)	(17.6%)	(-2.1%)	(0.5%)
輸入	742,941	645,734	871,807	1,119,093	1,064,012	1,072,013	756,250	644,850	806,136	1,091,989	1,069,924	1,068,179
(前年比)	(-6.8%)	(-13.1%)	(35.0%)	(28.4%)	(-4.9%)	(0.8%)	(-5.6%)	(-14.7%)	(25.0%)	(35.5%)	(-2.0%)	(-0.2%)
サービス収支	-17,302	-35,405	-48,433	-44,578	-43,106	-39,543	-10,821	-36,551	-42,316	-47,717	-45,126	-40,041
第一次所得収支	214,651	188,252	216,071	240,356	242,069	256,271	215,531	191,209	204,780	247,078	233,627	254,943
第二次所得収支	-14,817	-27,943	-24,937	-16,605	-14,360	-14,360	-13,700	-25,698	-24,289	-19,864	-14,360	-14,360
資本移転等収支	-4,605	-2,091	-3,480	-1,271	-1,486	-1,499	-4,131	-2,073	-4,197	-1,211	-1,431	-1,485
金融収支	204,141	138,276	96,937	15,467	62,733	91,962	248,623	138,073	107,527	35,987	50,194	83,425
(うち外貨準備)	20,771	12,804	62,011	35,185	39,660	41,667	28,039	11,979	68,898	24,395	42,454	40,856
誤差脱漏	22,460	-22,308	-26,098	-23,660	0	0	60,243	-16,595	-43,153	-17,870	0	0

注: 1. 年度及び暦年の計数は、四半期の値の積み上げ値。2. 2022年4-6月期までは実績、それ以降は野村予測。2. ドル建ての計数はドル円レートの四

半期別期中平均を用いて換算した参考値。

出所: 財務省資料より野村作成

図表 75: 一般会計

(単位:兆円)										
年度	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (予)	2022 (予)	2023 (予)	2024 (予)
一般会計歳出規模	98.2	97.5	98.1	99.0	101.4	147.6	142.6	112.9	105.1	107.6
[歳出]										
一般歳出	59.0	60.1	60.0	60.4	63.0	136.4	98.3	72.7	63.9	65.4
社会保障関係費	31.4	32.2	32.5	32.6	33.5	43.0	47.0	36.3	36.8	37.3
公共事業関係費	6.4	6.7	6.9	6.9	7.6	8.4	8.1	8.7	6.1	6.1
防衛関係費	5.1	5.1	5.3	5.5	5.6	5.5	6.1	5.4	6.4	7.4
地方交付税交付金	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	16.0	19.1	15.7	15.7	15.7
地方特例交付金	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2
国債費	22.5	22.1	22.5	22.5	22.3	22.3	24.7	24.3	25.3	26.3
国債費比率(%)	22.9	22.6	23.0	22.8	22.0	15.1	17.3	21.6	24.1	24.5
[歳入]										
一般会計歳入	102.2	102.8	103.6	105.7	109.2	184.6	142.6	112.9	105.1	107.6
租税及印紙収入	56.3	55.5	58.8	60.4	58.4	60.8	67.0	65.2	66.8	67.9
所得税	17.8	17.6	18.9	19.9	19.2	19.2	21.4	20.4	21.3	21.9
法人税	10.8	10.3	12.0	12.3	10.8	11.2	13.6	13.3	13.6	13.8
消費税	17.4	17.2	17.5	17.7	18.4	21.0	21.9	21.6	22.0	22.3
その他税収等	10.2	10.3	10.4	10.5	10.1	9.4	10.1	9.9	9.9	9.9
税外収入等 (特別会計余剰金・積立の取り崩し含む)	11.0	9.3	11.3	10.9	14.1	15.2	13.1	5.4	5.4	5.4
国債発行額	34.9	38.0	33.6	34.4	36.6	108.6	62.5	42.3	32.8	34.3
国債依存度(%)	34.2	37.0	32.4	32.5	33.5	58.8	43.8	37.4	31.2	31.9
対GDP比(%)	6.5	7.0	6.0	6.2	6.6	20.3	11.5	7.7	5.8	6.0
(名目GDP、兆円)	540.7	544.8	555.7	556.7	556.6	534.7	541.6	552.0	563.9	571.8
財政投融资計画	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	64.3	41.8	18.9	-	-
地方財政計画	85.3	85.8	86.6	86.9	89.6	90.7	89.8	90.6	-	-

注: 1. 一般会計は2020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 76: 部門別資金過不足

(単位:兆円)

年度	2015	16	17	18	19	20	21(予)	22(予)	23(予)	24(予)
家計	3.7	7.2	5.8	9.4	16.1	48.1	34.8	15.3	9.2	7.8
(GDP比 %)	(0.7)	(1.3)	(1.0)	(1.7)	(2.9)	(9.0)	(6.4)	(2.8)	(1.6)	(1.4)
非金融法人企業	31.4	28.9	25.1	15.2	10.8	12.4	-1.4	-1.2	2.8	7.9
(GDP比 %)	(5.8)	(5.3)	(4.5)	(2.7)	(1.9)	(2.3)	(-0.3)	(-0.2)	(0.5)	(1.4)
一般政府	-19.3	-18.9	-16.3	-13.1	-17.3	-53.8	-31.0	-21.0	-16.3	-17.0
(GDP比 %)	(-3.6)	(-3.5)	(-2.9)	(-2.4)	(-3.1)	(-10.1)	(-5.7)	(-3.8)	(-2.9)	(-3.0)
海外	-17.6	-21.4	-22.1	-19.2	-18.2	-16.1	-12.5	-3.9	-6.2	-9.2
(GDP比 %)	(-3.3)	(-3.9)	(-4.0)	(-3.5)	(-3.3)	(-3.0)	(-2.3)	(-0.7)	(-1.1)	(-1.6)
金融機関	1.7	1.6	3.8	5.7	6.8	9.8	10.1	10.7	10.4	10.4
(GDP比 %)	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.2)	(1.8)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.8)

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 77: マネーストック

(単位:%)

	2021	2022				2023				2024	
	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)
マネーストック (M2)	4.0	3.5	3.3	3.1	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
実質マネーストック (M2)	5.2	4.0	3.7	2.8	1.7	1.9	1.2	1.2	1.3	1.0	1.5
マーシャルのk	1.79	1.78	1.76	1.75	1.75	1.76	1.78	1.77	1.77	1.77	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

(13) 世界経済見通し

図表 78: 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、%)		
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
全世界	6.2	2.7	1.8	3.5	7.9	4.7			
先進国	5.2	2.0	-0.7	3.2	7.4	3.9			
新興国	7.0	3.3	3.7	3.8	8.3	5.3			
米州	5.8	1.6	-0.5	5.0	8.1	4.0			
米国	5.7	1.3	-1.2	4.7	8.0	3.6	0.125	3.375	2.875
カナダ	4.8	2.7	-0.9	3.4	7.0	3.8	0.25	3.75	3.00
ラテンアメリカ	6.5	2.3	1.5	6.4	8.9	5.2			
ブラジル	4.8	1.6	0.9	8.3	9.8	5.4			
チリ	11.7	2.1	0.3	4.5	10.8	6.1			
コロンビア	10.6	6.0	2.7	3.5	9.1	5.3			
メキシコ	4.8	1.9	1.9	5.7	7.6	5.0			
ペルー	16.1	2.8	2.7	4.0	6.9	4.0			
アジア・太平洋地域	6.6	4.0	4.1	1.9	3.7	3.0			
日本	1.7	1.2	1.5	-0.2	2.3	1.2	-0.10	-0.10	-0.10
豪州	4.8	3.9	-0.1	2.9	6.5	5.4	0.10	3.10	2.35
ニュージーランド(NZ)	5.4	1.0	-1.0	3.9	6.5	3.5	0.75	3.50	2.75
アジア(除く日本・豪州・NZ)	7.2	4.3	4.6	2.1	3.8	3.2			
中国	8.1	3.3	5.5	0.9	2.3	2.2	2.20	2.10	2.10
香港	6.3	-1.0	2.6	1.6	1.8	1.4			
インド	8.3	7.2	4.7	5.1	6.7	6.0	4.00	6.00	6.00
インドネシア	3.7	4.9	4.0	1.6	4.2	3.8	3.50	4.75	4.50
マレーシア	3.1	6.5	2.3	2.5	3.5	2.2	1.75	2.75	2.50
フィリピン	5.7	6.6	3.6	3.9	5.1	3.7	2.00	4.50	4.00
シンガポール	7.6	4.4	1.1	2.3	5.9	4.1	0.31	2.00	2.50
韓国	4.1	1.7	-0.7	2.4	5.2	2.0	1.00	2.50	2.00
台湾	6.6	2.9	1.6	2.0	3.0	1.8	1.13	2.00	1.75
タイ	1.5	4.1	3.5	1.2	6.4	2.8	0.50	1.25	1.50
欧州先進国	5.6	2.7	-1.0	2.6	8.3	4.9		1.45	
ユーロ圏	5.3	2.6	-1.0	2.6	8.1	4.3	-0.50	1.25	1.00
英国	7.4	3.4	-1.0	2.6	9.4	8.1	0.25	2.50	2.00
その他新興国(EEMEA)	6.6	-0.6	0.9	9.1	28.0	15.0			
チェコ	3.6	2.0	2.7	3.9	13.7	5.2			
ハンガリー	7.3	4.3	2.5	5.1	10.0	6.5			
ポーランド	5.9	4.6	2.0	5.1	13.6	9.6			
ルーマニア	6.2	3.8	3.6	5.1	12.3	7.0			
南アフリカ	5.5	2.1	1.7	4.6	6.7	5.3			
トルコ	10.3	3.4	3.2	19.4	71.1	36.8			
ロシア	4.7	-8.0	-2.6	6.7	14.6	7.3			
イスラエル	8.0	4.9	3.5	1.5	4.0	2.6			

注: 1. 全世界は購買力平価(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。2. プレント原油価格の前提は先物価格を基に、22年106.2ドル/バレル、23年93.1ドル/バレルと想定。3. ユーロ圏の消費者物価はHICP。4. 政策金利については、米国は、フェデラルファンド金利誘導目標範囲の中心値(21年は0.00~0.25%、22年は3.25~3.50%、23年は2.75~3.00%)。ユーロ圏は中銀預金金利。中国は7日物リバースレポ・レート。シンガポールはシンガポール翌日物平均金利(SORA)。5. ラテンアメリカの消費者物価は各年12月の前年同月比。6. ラテンアメリカ、その他新興国(欧州新興国・中東・アフリカ)はブルームバーグの予測、その他は野村の予想。7. 矢印は前月からの変更。8. 実績は太字。9. 2022年8月15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：高インフレと成長減速

2022年10－12月期の景気後退入りを予想しているが、高インフレの定着が進む中、連邦準備制度理事会(FRB)の利上げは23年2月まで継続されよう。その後、23年7－9月期からの利下げが見込まれる。

景気動向

成長の勢いに急ブレーキがかかっており、野村では22年10－12月期から米国が景気後退入りすると予想しているが、予想よりもその時期が早まるリスクがある。金融環境の引き締まりが幅広い経済指標の悪化につながるとみられる。インフレ率が高止まる中で消費者心理が急激に悪化すれば、野村の予想期間である23年いっぱい消費支出が低迷しようが、家計のバランスシートの健全さがある程度影響を吸収する可能性がある。不確実性の高まりと金利の上昇は住宅投資と非住宅投資の双方に重しとなる一方、鉱工業部門は財消費の鈍化やコスト上昇、世界経済の減速といった逆風に直面しよう。雇用市場は経済全体の動向に遅行するとみられるものの、23年1－3月期には雇用が減少に転じ、24年末には失業率は6%前後に上昇すると予想される。個人消費を中心に景気後退入り当初の状況は底堅いため、景気後退は緩やかとなるだろう。ただし、景気後退の初期段階で財政・金融いずれも政策支援が見込めないことが景気後退局面を長引かせる可能性がある。

物価動向

足元で住居費の上昇が続いているため、トレンド・インフレ(景気循環や一時的要因を除いた基調的インフレ率)は前月比で当面高止まりするだろう。一方、予想される景気後退によって、景気の影響を受けやすい項目が下押しされ始めるのに伴い、前年同月比でみたインフレ率は23年には顕著に鈍化するとみられる。サプライチェーンの正常化により、コロナ禍で上昇した財価格が一部反落するとみているが、その後も賃料インフレ(借家賃料+持家帰属家賃)が高止まりし、FRBが重視するコア個人消費支出(PCE)インフレ率は前年比+2%を上回る状態が続くだろう。

政策動向

インフレ率が高止まりし、高インフレの定着が進むことを背景に、野村では、9月の連邦公開市場委員会(FOMC)会合で0.50%ポイント、その後は会合毎に0.25%ポイントの利上げを予想し、政策金利は23年2月に3.50～3.75%に到達するとみている。なお、22年10－12月期に景気後退入りを予想するが、政策金利の到達点が野村の予想を上回るリスクもある。FRBは、コアPCEインフレ率が前年比+2～2.5%に減速するとの確かな証拠が積み上がるまで政策金利を高水準に維持しよう。十分な証拠が積み上がった段階で、FRBは会合毎に0.25%ポイント幅での利下げを開始すると考えられ、我々は23年9月の利下げ開始を予想している。政策手段の目指す方向が矛盾することを避けるため、FRBのバランスシート正常化(縮小)は23年9月で停止されるだろう。

リスク要因

野村の見通しに対する上方・下方のリスクは均衡していると判断される。インフレは我々の予想よりも早く減速し始める可能性があるが、インフレ期待が不安定化し賃金と物価の悪循環的な上昇が生じるなど、より厳しい金融引き締めと景気後退の長期化につながる可能性もある。FRBの引き締めが我々の想定以上に景気の重しとなりかねない一方で、消費者の超過貯蓄の取り崩しが加速すれば、成長の上振れにつながる可能性もある。足元の成長動向を考えれば、景気後退入りが予想よりも早まる可能性がある。

図表 79: 米国経済見通し要約表

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2021年	2022年	2023年
実質GDP(前期比年率)	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.9	0.4	-1.4	-1.6	-1.6	-1.1	-0.5	5.7	1.3	-1.2
(前期比)	1.5	1.6	0.6	1.7	-0.4	-0.2	0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1			
個人消費(前期比年率)	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.0	1.8	-1.1	-0.8	-0.3	-0.1	0.5	7.9	2.2	-0.2
非住宅固定投資(前期比年率)	12.9	9.2	1.6	2.9	10.0	-0.1	4.5	2.7	-4.0	-6.2	-6.1	-5.7	7.4	4.5	-2.3
住宅投資(前期比年率)	13.3	-11.7	-7.7	2.1	0.5	-14.0	-10.5	-12.5	-4.9	-3.0	-0.9	-1.6	9.2	-6.1	-6.7
政府支出(前期比年率)	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.9	-1.8	-1.8	-1.6	0.1	0.3	0.3	0.5	-1.9	-1.0
輸出(前期比年率)	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	18.0	-2.3	1.1	1.5	1.1	2.6	5.0	4.5	5.3	2.1
輸入(前期比年率)	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	-0.6	-2.5	-2.7	-0.9	0.2	2.4	14.0	9.1	-1.0
GDPへの寄与度(%ポイント)															
最終需要	8.9	8.0	0.1	1.6	-1.2	1.1	0.8	-0.7	-1.0	-0.8	-0.6	-0.2	5.6	0.7	-0.4
純輸出	-1.6	-0.2	-1.3	-0.2	-3.2	1.4	-0.2	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	-1.4	-0.8	0.5
在庫投資	-2.6	-1.3	2.2	5.3	-0.4	-2.0	-0.4	-0.6	-0.6	-0.8	-0.6	-0.3	0.0	0.6	-0.7
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.3	3.4	3.7	4.1	4.6	5.1	5.4	3.5	4.4
非農業部門雇用者数(千人)	645	422	543	637	539	384	203	103	-90	-195	-193	-163	562	307	-160
住宅着工件数	1581	1591	1569	1679	1720	1652	1500	1475	1450	1425	1400	1375	1605	1587	1413
(季節調整済み年率、千戸)															
消費者物価(前年比)	1.9	4.8	5.3	6.7	8.0	8.6	8.3	7.1	5.6	3.5	2.7	2.5	4.7	8.0	3.6
コア消費者物価	1.4	3.7	4.1	5.0	6.3	6.0	6.1	5.9	5.2	4.3	3.7	3.1	3.6	6.1	4.1
個人消費支出(PCE)インフレ率	1.8	3.9	4.3	5.5	6.3	6.5	6.1	5.2	4.1	2.7	2.1	1.8	3.9	6.0	2.7
コアPCEインフレ率	1.7	3.4	3.6	4.6	5.2	4.8	4.6	4.3	3.7	3.1	2.6	2.1	3.3	4.7	2.9
連邦財政収支(対GDP比%)													-12.5	-3.7	-4.4
経常収支(対GDP比%)													-3.7	-4.4	-3.7
FRB証券ポートフォリオ 保有高(兆ドル)	7.08	7.45	7.86	8.20	8.40	8.38	8.19	7.95	7.69	7.43	7.17	7.17	8.20	7.95	7.17
フェデラルファンド(FF)金利 誘導目標中央値	0.125	0.125	0.125	0.125	0.375	1.625	2.875	3.375	3.625	3.625	3.375	2.875	0.125	3.375	2.875
2年物財務省証券利回り	0.16	0.25	0.28	0.73	2.28	2.92	3.10	3.00	2.80	2.40	1.50	1.45	0.73	3.00	1.45
5年物財務省証券利回り	0.92	0.87	0.98	1.26	2.42	3.01	3.00	2.80	2.10	2.00	1.65	1.60	1.26	2.80	1.60
10年物財務省証券利回り	1.74	1.45	1.52	1.52	2.32	2.98	2.95	2.65	2.20	1.85	1.75	1.70	1.52	2.65	1.70

注: 1. 四半期の失業率は労働力人口に対する比率の平均。2. 四半期の非農業部門雇用者数は前月比増減の平均。3. 物価指標と通年の実質GDP成長率は前年比。4. 財政年度は前年10月～当年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。6. 太字は実績値、その他は野村予想。2022年8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：景気後退の影が広がる

ユーロ圏のインフレ予想を引き上げ、欧州中央銀行(ECB)が次の2会合で政策金利を0.50%ポイントずつ引き上げる(その後は0.25%ポイント刻みに戻る)と予想する。また、景気後退を受け23年半ばから利下げを見込む。

景気動向

4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と予想を上回った。主要4ヶ国のうち、上振れが最も大幅だったのはスペイン(前期比+1.1%)、次いでイタリア(同+1.0%)だった。フランスも同+0.5%とまずまずであったが、ドイツは前期比横ばいで唯一予想を下振れた。野村では、7-9月期のユーロ圏の実質GDPが前期比-0.4%と、マイナス幅が従来予想をやや上回るとみる。4-6月期の上振れの反動、ならびに足元のエネルギー価格の一段の上昇と、ユーロ圏の主要な景況感調査におけるセンチメントのさらなる悪化がその理由である。

実際、消費者信頼感は多くの国で記録的な低水準に落ち込んでおり、今後数四半期の家計支出にとって良い前兆ではない。また、企業は生産の伸びが鈍化していると報告しており、7月のユーロ圏PMI(購買担当者景気指数)調査で、総合(製造業+サービス業)PMIは縮小域に低下し、ドイツのifo景況指数は長期平均を大幅に下回り、Sentix指数はコロナ禍以降の最低となり、ZEW景況指数も急落した。これらの景況感調査の方向性は、足元の供給リスク(ロシア産天然ガス、イタリアの干ばつ、ドイツの河川水位の低下、フランスの原子力発電量の減少)と合わせて、今後1年間にかけての景気後退(ピークから谷までほぼ2%の実質GDPの水準の低下)を見込む野村の予想に十分に根拠のあることを示唆している。

物価動向

短期的なインフレ見通しを上方修正し、四半期ベースでは、HICP上昇率のピークは7-9月期平均で前年同期比+9.2%と予想する。その後、23年初めからはより大幅に減速しよう。23年末までにインフレ率がECBの政策目標に戻るとの野村の予想には引き続き上振れリスクがある。企業景況調査では、川上部門の物価関連の尺度にいくらか圧力緩和の兆しがみられるものの、これらの指標はなお歴史的にみて高水準にある。さらに、労働市場は統計指標が示す通りひっ迫しており(失業率は4-6月期に6.6%と過去最低に低下し、求人数は頭打ち傾向にあるが、なお高水準にある。また、雇用者数もコロナ禍前の水準を上回っている)、賃金上昇圧力とサービス・インフレが高まる明確な兆しが見られる。これらのインフレ加速は、エネルギー市場の問題が最終的に鎮静化した時点で、より定着していることが明らかになる可能性がある。

政策動向

ECBが7月の政策理事会で予想外の0.50%ポイントの利上げ実施に踏み切ったことを受けて、我々は中銀預金金利の到達点の予想を1.50%に上方修正し、さらに、到達点に達するペースを若干調整した。具体的には、9月、10月の両会合で0.50%ポイントの引き上げを予想する(従来予想は、9月のみ0.50%ポイント)。ECBが両会合で0.50%ポイントを上回る利上げを検討し、また実行するかどうかは、両会合までに公表されるインフレ指標に大きく左右されよう。野村の改定後の予想では、ECBが(従来予想の23年3月ではなく)23年2月に利上げを終了すると予想し、その後、ECBが政策緩和の必要性を認める時期が早まるとみている(23年5月と6月の両会合で小幅の利下げを予想する)。

図表 80: ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2021年	2022年	2023年
実質GDP (前期比%)	-0.1	2.1	2.3	0.4	0.5	0.7	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3	0.3	0.4	5.3	2.6	-1.0
実質GDP (19年Q4=100)	95.6	97.6	99.9	100.3	100.8	101.4	101.1	100.5	99.9	99.6	99.9	100.3	98.3	100.9	99.9
個人消費	-2.3	3.8	4.6	-0.2	-0.4	0.6	-0.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.3	0.5	3.6	2.7	-1.0
総固定資本形成	-1.8	1.5	-0.7	3.6	-0.5	1.0	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	0.2	0.4	3.9	2.5	-0.6
政府消費	0.0	1.8	0.2	0.3	-0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	3.9	1.0	0.9
輸出(財・サービス)	0.3	3.0	2.1	2.7	0.4	1.8	-0.2	-0.5	-0.5	-0.2	0.3	0.4	10.4	5.4	-0.4
輸入(財・サービス)	-0.8	3.4	1.5	4.8	-0.5	2.0	-0.2	-0.5	-0.5	-0.2	0.3	0.4	8.1	5.9	-0.4
GDPへの寄与度(%ポイント)															
国内最終需要	-1.6	2.7	2.3	0.7	-0.4	0.6	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.2	0.4	3.6	2.2	-0.5
在庫投資	1.0	-0.5	-0.2	0.4	0.5	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.5	-0.5
純輸出	0.5	-0.1	0.4	-0.8	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
失業率(%)	8.2	8.1	7.5	7.1	6.8	6.6	6.7	7.0	7.3	7.6	7.8	7.9	7.7	6.8	7.7
雇用者報酬(一人当たり)(前年比)	2.0	7.4	3.4	3.8	4.4	4.8	3.5	3.5	3.2	3.0	2.6	2.3	4.2	4.1	2.8
消費者物価(HICP)(前年比)	1.1	1.8	2.8	4.6	6.1	8.0	9.2	9.0	6.9	5.0	3.3	2.1	2.6	8.1	4.3
コアHICP上昇率(前年比)	1.2	0.9	1.4	2.4	2.6	3.7	4.3	4.6	4.1	3.5	2.5	1.9	1.5	3.8	3.0
ECB主要リファイナンス金利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	1.75	2.00	1.50	1.50	1.50	0.00	1.75	1.50
中銀預金金利	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	0.50	1.25	1.50	1.00	1.00	1.00	-0.50	1.25	1.00
10年物ドイツ国債利回り	-0.29	-0.21	-0.20	-0.18	0.55	1.34	0.90	1.15	1.25	1.10	1.00	1.00	-0.18	1.15	1.00
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	1.17	1.19	1.16	1.14	1.11	1.05	0.95	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.14	0.96	1.04

注: 1.四半期GDPと内訳項目は季節調整済み前期比。2.在庫は統計上の不一致を含む。3.失業率は労働力人口に対する比率で、四半期平均。4.四半期雇用者報酬、物価上昇率は前年同期比。5.金利・為替は期末値。6.太字は実績値、その他は野村予想。2022年8月4日現在。

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

英国経済：成長減速のなか、利上げ加速へ

野村は景気後退入りを予想し、イングランド銀行(BOE:中央銀行)は中期的なインフレ率が政策目標を下回るとの予想を示しているが、9月に再び0.50%ポイントの利上げ、11月には0.25%ポイントの最後の利上げが行われよう。

景気動向

最近の実体経済活動指標(GDP、小売売上、鉱工業生産)は予想を上向ったかもしれないが、よりタイムリーな景況サーベイ(聞き取り調査)は成長の鈍化を示唆しており、一部は拡大・縮小の閾値を割り込んでいる。英国の製造業PMI(購買担当者景気指数)の生産指数と新規受注指数は、縮小域に転じた指標の一例であるが、英国産業連盟(CBI)の産業動向調査の受注指数も伸び鈍化を示している(そのうち、輸出受注指数は縮小域にある)。7月のサービス業PMIをみると、サービス部門の活動は拡大を続けているが、ウクライナ紛争が始まってから成長のペースは目に見えて鈍化している(わずか4ヶ月の間に、PMI指数は10ポイント低下して52.6となった)。

6月の小売売上(公式統計)は増加した模様だが、その前は7ヶ月連続で減少しており、実質小売売上の水準は21年4月のピークを7.4%下回っていた。小売売上低迷は、財からサービスへの支出のシフトが一因かもしれないが、多くはインフレ率上昇と消費者信頼感の低下(それぞれ40年ぶりの高水準と過去最低水準)によるものと考えられる。4-6月期の実質GDP成長率が小幅な増加(野村予想:前期比+0.2%)となった後、7-9月期以降は景気後退入りし、それが1年間続くと予想している。また、我々は、実質GDPがピークからボトムまでに1.5%前後減少するとみている。

物価動向

欧州におけるエネルギー価格のさらなる高騰を受けて、インフレ見通しを上方修正する。現時点で、CPI上昇率は前年同月比+13%前後でピークに達した後に急低下し、24年初めには政策目標(+2%)に達するとみている。BOEは22年8月の「金融政策報告」で、市場金利期待ベース、政策金利一定のいずれのシナリオでも、中期的に(予想期間末の)インフレ率が政策目標を大幅に下回るとの見通しを示した。

政策動向

金融政策見通しを調整し、次回9月15日結果公表の金融政策委員会(MPC)会合で0.50%ポイントの追加利上げを予想する(従来予想は0.25%ポイント)。その結果、政策金利は2.25%に引き上げられ、11月に0.25%ポイント幅で最後の利上げが行われ、2.50%となろう。その後、しばらくは同水準に据え置かれ、23年半ばから緩やかなペース(0.25%ポイントで2回)の利下げを見込む。

政治動向

今後数週間で保守党党員は次期党首/英国首相を決める投票を行う。スナク前財務相は世論調査でトラス現外相に大きく差をつけられている(最新のユーガブ調査では31%対69%)。トラス氏が党首選で勝利する場合、2つの理由から経済見通しに大きな影響を及ぼす可能性がある。第1に、トラス候補は、スナク氏に比べ、大規模な財政緩和を公約しており、目玉となる政策は、法人税増税計画の取り消しと国民保険制度の保険料引き上げの撤回、グリーン課税の停止、国防費の引き上げ(2030年までに対GDP比3%)である。第2に、トラス候補はBOEの独立性は維持するとしているが、BOEの責務の見直しに繰り返し言及している。

図表 81: 英国経済見通し要約表

(%)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2021年	2022年	2023年
実質GDP(前期比)	-1.2	5.6	0.9	1.3	0.8	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.3	0.2	0.4	7.4	3.4	-1.0
実質GDP(19年Q4=100)	92.7	97.9	98.8	100.0	100.8	101.0	100.7	100.2	99.7	99.4	99.6	100.0	97.3	100.7	99.7
民間消費(前期比)	-3.5	8.5	2.7	0.5	0.5	0.5	0.3	-0.2	-0.5	-0.3	0.2	0.4	6.2	4.7	-0.4
総固定資本形成(前期比)	-0.9	1.7	0.4	1.1	3.8	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.5	5.9	5.5	0.3
政府消費(前期比)	1.0	8.5	-0.6	1.5	-1.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	14.3	1.8	1.2
輸出(財・サービス)(前期比)	-7.9	7.2	-4.1	6.9	-4.4	4.0	0.1	-0.5	-0.2	0.0	0.4	0.6	-1.3	3.0	0.8
輸入(財・サービス)(前期比)	-12.4	4.9	4.6	0.3	10.4	0.0	0.1	-0.5	-0.2	0.1	0.4	0.6	3.8	14.4	-0.1
在庫投資(寄与度、%ポイント)	-0.8	-0.8	1.0	-0.1	2.6	-1.2	-0.6	-0.5	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.4	1.5	-1.3
純輸出(寄与度、%ポイント)	1.6	0.6	-2.4	1.7	-4.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.5	-3.3	0.2
失業率(%)	4.9	4.7	4.3	4.1	3.7	3.7	3.8	4.0	4.2	4.5	4.8	4.9	4.5	3.8	4.6
週平均賃金(前年比)	3.9	9.1	6.0	4.5	7.0	4.6	5.1	4.8	3.9	5.5	5.1	4.3	5.9	5.4	4.7
消費者物価(HICP)(前年比)	0.6	2.1	2.8	4.9	6.2	9.2	9.9	12.4	12.4	9.1	7.3	3.4	2.6	9.4	8.1
コアCPI上昇率(前年比)	1.2	1.8	2.6	3.9	5.1	6.0	6.2	6.3	5.6	4.4	3.3	2.7	2.4	5.9	4.0
政策金利(バンクレート、期末値)	0.10	0.10	0.10	0.25	0.75	1.25	2.25	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00	0.25	2.50	2.00
資産購入プログラム(十億ポンド)	794	828	856	895	867	867	858	848	838	828	783	773	895	848	773
10年物国債利回り	0.85	0.72	1.02	0.97	1.61	2.23	2.00	2.00	2.00	1.80	1.60	1.50	0.97	2.00	1.50
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.85	0.86	0.86	0.84	0.84	0.86	0.84	0.85	0.84	0.84	0.84	0.83	0.84	0.85	0.83
ポンド対ドル相場(ドル)	1.38	1.38	1.35	1.35	1.31	1.22	1.13	1.13	1.16	1.19	1.22	1.25	1.35	1.13	1.25
ポンド(貿易加重平均)	81.9	81.9	80.8	82.1	81.3	78.4	78.1	77.5	78.7	79.3	79.9	81.2	82.1	77.5	81.2

注: 1. 四半期の実質GDPと内訳項目は季節調整済み前期比。2. 在庫投資は統計誤差を含む。3. 四半期の失業率は労働力人口に対する比率の平均。4. 四半期の平均賃金、物価上昇率は前年同期比。5. 金利・為替は期末値。6. 太字は実績値、その他は野村予想。2022年8月4日現在。

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

中国経済: 22年後半の景気は回復するも過熱には至らず

4-6月期の成長急減速からの回復が見込まれるが、政策支援が過少かつ遅すぎ、非効率で十分な効果をあげられない可能性があることから、年後半に景気が過熱する可能性はほぼないだろう。

景気動向

4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+0.4%と、1-3月期の同+4.8%から大幅に低下したが、これは主に新型コロナ・オミクロン変異株の感染拡大を受け上海などの都市で全面的なロックダウン(都市封鎖)が実施されたことによるものである。前期比では実質GDPは1-3月期の+1.4%から同-2.6%と減少に転じた。上海の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比-13.7%と、1-3月期の同+3.1%から大きく落ち込んだ。ただし、6月初めにロックダウンが解除されたことで、6月の月次経済活動データは回復し、鉱工業生産は前年同月比+3.9%、固定資産投資(単月ベース)は同+5.8%、小売売上は同+3.1%へ伸びを高めた。22年後半については、政府は新型コロナ感染封じ込め政策の微調整を続けるものの、「ゼロ・コロナ政策」を原則堅持し、国境の封鎖を続ける可能性が高い。さらに感染力の強いオミクロン変異株の亜種BA.5により、感染者数の動向によって景気が浮き沈みを繰り返す状態は22年後半も続き、少なくともゼロ・コロナ政策が解除されるまで変わらないだろう。

物価動向

生産者物価(PPI)上昇率は、商品価格の反落と、前年の高水準の反動により、年末に向けて前年比+3.0%前後へさらに減速するとみられる。一方、消費者物価(CPI)上昇率については、豚肉価格の高騰と、比較対象となる前年の低水準を背景に、7-9月期は一時的に前年比+3.0%を上回る可能性があるが、上昇余地は限定的と考えられ、内需の低迷と豚肉供給の安定化のなか、年内は同+2.5~3.0%の範囲で推移しよう。

政策動向

現時点で明らかに達成不可能とみられる成長目標(+5.5%)の達成に向けて、政府が全面的な景気支援に打って出ることはないと考えられる。中国共産党は7月の中央政治局会議で、相対的に条件が整っている省に対して22年の経済・社会目標の達成に向けて努力するよう求めたが、これは、厳しい状況にある省の成長目標により柔軟性を持たせることを意味すると解釈できる。しかしながら、政府指導部の交代を控える年には政策決定に時間がかかり、部門間の調整に手間取る可能性がある。野村では、政府が少なくとも23年3月までゼロ・コロナ政策を維持するものの、経済的な圧力の強まりから今後数ヶ月で何らかの調整を行うとみている。4月に預金準備率の引き下げが実施された後、政策当局の焦点は財政政策と不動産セクターに移っており、この傾向は年後半も続くと考えられる。

リスク要因

野村の経済成長率予想に対するリスクは上下におおむね均衡している。下振れリスクには、ゼロ・コロナ政策のさらなる長期化、不動産市場のより大幅な調整、地方政府の隠れ債務に関連した債務不履行の急増、が挙げられる。上振れリスクとしては、輸出の力強さが予想以上に持続すること、繰延需要の解放による消費拡大が予想を上回ること、野村予想を上回る追加政策緩和の実施、予想より早期のゼロ・コロナ政策の緩和、が挙げられる。

図表 82: 中国経済見通し要約表

(注記のない限り前年比%)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2021年	2022年	2023年
実質GDP成長率(前期比%)	1.4	-2.6	3.8	1.5	1.2	1.4	1.1	1.2			
実質GDP成長率	4.8	0.4	4.0	4.0	3.8	8.1	5.2	5.0	8.1	3.3	5.5
GDPへの寄与度(%ポイント)											
最終消費支出	3.3	-0.9							5.3	2.4	4.0
総固定資本形成	1.3	0.3							1.1	0.8	1.7
純輸出(財・サービス)	0.2	1.1							1.7	0.1	-0.2
消費者物価(CPI)上昇率	1.1	2.2	3.1	2.8	2.8	2.2	1.8	2.0	0.9	2.3	2.2
コアCPI上昇率	1.2	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6	1.4	1.2	0.8	1.1	1.4
生産者物価(PPI)上昇率	8.7	6.8	4.4	2.0	2.8	2.5	2.6	2.9	8.1	5.5	2.7
小売売上高(名目)	3.3	-4.9	7.0	4.8	7.8	15.9	4.3	6.2	12.5	2.7	8.3
固定資産投資(名目、年初来)	9.3	6.1	6.1	5.8	2.4	5.1	5.0	5.3	4.9	5.8	5.3
鉱工業生産(実質)	6.5	0.8	4.5	3.6	2.5	8.4	4.5	5.4	9.6	3.8	5.2
輸出(米ドル建て)	15.8	13.0	8.9	0.4	-1.3	-0.3	0.2	2.0	29.9	8.9	0.2
輸入(米ドル建て)	10.2	1.7	8.0	7.4	5.2	9.4	3.4	3.4	30.1	6.8	5.3
貿易収支(10億米ドル)	159	228	205	201	114	160	181	194	676	794	650
経常収支(対GDP比%)	2.1	2.1	1.6	1.5	0.0	0.5	0.9	0.9	1.8	1.8	0.6
財政収支(公式、対GDP比%)									-3.8	-4.6	-4.2
財政収支(広義、対GDP比%)									-7.0	-7.6	-7.2
銀行貸出残高(元建て)	11.4	11.2	11.4	11.6	11.6	11.4	11.4	11.4	11.6	11.6	11.4
社会融資総量残高	10.6	10.8	10.8	10.8	10.8	10.6	10.5	10.6	10.3	10.8	10.6
マネーサプライM2	9.7	11.4	11.3	11.1	10.6	10.2	10.1	10.0	9.0	11.1	10.0
1年物中期貸出ファシリティ金利(%)	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.85	2.95	2.85	2.85
7日物リバースレポレート(%)	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.20	2.10	2.10
預金準備率(大手銀行、%)	11.50	11.25	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	11.00	11.5	11.00	11.00
人民元/米ドル為替レート(人民元)	6.34	6.69	6.80	6.75	6.65	6.58	6.52	6.45	6.37	6.75	6.45

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. 金利・為替は期末値。3. 22年後半の預金準備率の0.25%ポイント引き下げは、6大国有銀行および10余りの政府が株式を保有する銀行のみが対象。4. 人民元対ドル相場はオンショア市場のスポットレートで、野村の為替ストラテジーチームの予想。5. 太字は実績値、その他は野村予想。2022年8月4日現在。

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

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、(a)日本の野村證券(「NSC」)、(b)ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH(「NFPE」)、(c)英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、(d)米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、(e)香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、(f)韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、(g)シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、(h)オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、(i)マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、(j)台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、(k)インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・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: U71400MH2007PTC169116、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・レポートの表紙の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インタ・カンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の個人名の横に記載された「ベルダナー」は、「PT ベルダナー セキュリタス インドネシア(「ベルダナー」)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していることを示しています。ベルダナーと当該個人はいずれもインドネシア国外でのライセンスを有していません。野村東方国際証券有限公司(「NOI」)は、野村ホールディングス株式会社、東方国際(集団)有限公司並びに上海黃浦投資控股(集団)有限公司の出資する合弁会社ですが、野村グループの定義には含まれておりません。リサーチ・レポートの表紙において NOI の横に明記されている個人は、NOI に雇用されており、NIHK に対して、両社が締結しているリサーチ・パートナーシップ・アグリーメントに基づいたリサーチ・アシスタント・サービスを提供していることを示しており、NOI と当該個人はいずれも中国本土以外でのライセンスを有していません。

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

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

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

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

本資料には、第三者から入手した情報が記載されている場合がありますが、スタンダード&プアーズ(S&P)などの格付け機関による格付けではありません。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すべての部分について、独創性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、特定の目的に対する適性に関する表明、保証または約束を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該

情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村證券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村證券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの公正性、正確性、完全性、適格性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載およびあるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスおよび事業の見通しに関する期待、予想、示唆が含まれている場合、係る予想は将来のまたは見込まれるパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定に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ー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパ GmbH(「NFPE」)により欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NFPEは、フランクフルト/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、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に基づき(取り決めに従って海外の関係会社により発行された本資料を配布することができます。本資料の受領者が、証券先物法(第289条)で定義されている認定、専門的もしくは機関投資家でない場合、NSLはそのような受領者に対しては本資料の内容について、法律によって要求される範囲においてのみ法的責任を負うものとします。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は、一般的な流通のために作成されたものであり、特定の投資目的、金融の状況又は特定の者の特定の必要性を考慮したものではありません。受領者は、別途の契約に基づいて、投資の適切性についてフィナンシャルアドバイザーからの助言を、妥当なものであるとして受けることを含め、証券購入の決定をする前に、自身の特定の投資目的、金融の状況又は特定の必要性を考慮する必要があります。

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

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

インドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合、本資料はインドネシア国内での配布、インドネシア共和国国内での流通やインドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への流通、もしくはインドネシアの法人や居住者への提供はできません。本資料に言及されている証券のインドネシア国内における募集もしくは販売、インドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への募集もしくは販売、あるいはインドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合におけるインドネシアの法人、居住者への販売もしくは売却は行われません。台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

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

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製、撮影、再生成、または重複することあるいは(ii)再配信、再発行、再配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウイルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

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

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

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.43%(税込み)(20 万円以下の場合は 2,860 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。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の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大 1.045%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合は最大 7,810 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。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。

C B 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。C B 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けます。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。C B 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 C B 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 C B 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けます。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けます。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けます。物価変動国債の価格は、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5.5%(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けます。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し入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに11,000円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

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

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

本資料で推奨されたトレードについて、その構築に用いられた手法や数値・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 © 2022 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.