

2023～24年度の経済見通し

-2024年に向けて景気回復継続-

目次

日本経済：2024年に向けて景気回復継続	(8) 公共投資：年度末の駆け込み需要が大きかった可能性
(1) 総括：2024年に向けて景気は回復、コアCPIインフレ率が下がる中でも物価は粘着性を増す、6月会合以降のYCC修正を視野に	(9) 政府消費：新型コロナ5類移行により23年度は減少を予想
(2) 輸出入：インバウンドが下支え材料となるも、23年内の輸出は停滞か	(10) 物価：コアインフレ率の粘着性は強まる
(3) 生産：輸出向け出荷の大幅な落ち込みで2四半期連続の減産	(11) 金融政策：6月会合以降（6、7月を有力視）のYCC修正、24年前半以降のマイナス付利・YCCの撤廃との見方を維持
(4) 設備投資：ペントアップ需要が設備投資回復の支えになろう	(12) 日本経済見通し
(5) 雇用・所得：人手不足や物価高の継続から、24年春闘も高い賃上げ率を予想	(13) 世界経済見通し
(6) 民間消費：焦点はリオープンから賃金上昇へ	米国経済：信用の引き締まりが中期的な物価の重しに
(7) 民間住宅：建設コスト上昇は一服も、住宅投資は緩やかな減少が続く	ユーロ圏経済：ECBは利上げ継続を示唆
	ユーロ圏主要4ヶ国経済：内需の低迷が続く
	英国経済：利上げはまだ終了せず
	中国経済：サービス部門の旺盛な繰延需要の発現が続いた

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、野崎 宇一郎、伊藤 勇輝

要約と結論

- 1-3月期GDP統計（1次速報）の発表を踏まえて、野村では日本経済の見通しを改定した。改定後の見通しにおける実質GDP成長率は、22年度（実績）の前年度比+1.2%に続いて、23年度同+1.4%（前回23年3月23日時点：同+1.7%）、24年度同+0.9%（同+0.9%）となっている。外需（純輸出）の寄与度の低下を主因に、23年度の実質GDP成長率が幾分、下方修正されているものの、24年度に向けて日本経済が回復基調をたどるという構図は、改定後の見通しにおいても維持されている。ただし、同じ景気回復でも、23年10-12月期までとそれ以降とは牽引役が異なる。23年10-12月期に向けては、個人消費、インバウンド需要（非居住者による日本国内での消費）、ペントアップ（抑圧）された設備投資需要の実現が主たる景気押し上げ要因となろう。一方、24年に入ってからの景気回復は、モノ（財貨）の輸出、設備投資、政府消費など家計以外の需要に支えられたものとなる可能性が高い。
- 野村では、コアCPI（生鮮食品を除く総合消費者物価指数）で評価したインフレ率は24年末近くには前年比+0.8%程度にまで下がると予想する。一方、24年度に向けて景気回復が続くと見込まれる中、需給ギャップ（実際の実質GDPと潜在GDPの乖離度合い）は足元（23年4-6月期）でプラス（需要超過）に転じ、24年度に向けてプラス幅を拡大させよう。加えて、春闘賃上げ率が高い水準で妥結される中、（1）家計の購買力、（2）企業の価格転嫁力が下支えされやすい。こうした中、より基調的な物価変動を反映するコアコアCPI（アルコール以外の食料、エネルギーを除く総合）で評価したインフレ率は24年半ば以降、前年比+1.2%程度で安定するとみる。つまり、コアCPIインフレ率が下がる中でも、インフレの粘着性は増すと判断している。
なお、この判断が妥当なものとなるためには、賃金上昇の持続性も確認される必要がある。野村では、景気回復が続く中、24年も23年に比肩する賃上げが可能と見ている。このことを前提とする限り、インフレ率は粘着性を増すであろう。
- インフレが徐々に粘着性を増すとしても、安定的かつ持続的な2%インフレが24年に向けて実現するとは見ていない。こうした中、植田総裁の下で日本銀行は金融緩和策を続けることになろう。緩和策の持続性確保を視野に、YCC（長短金利操作）が内包する副作用リスクを排除する観点から、23年6月会合以降（6、7月を有力視）のYCC修正（10年金利ターゲットを2年あるいは5年に年限短縮）を引き続き見込む。一方、24年春闘での賃上げ継続を確認したうえで、同年前半以降、日銀はマイナス付利・YCCを撤廃するとみている。

予測要約表

図表 1: 日本経済の予測要約表

[2023年5月17日時点]

		22年度	23年度 (予)	24年度 (予)	22暦年	23暦年 (予)	24暦年 (予)
国内 総 生 産	実質国内総生産(GDP)	1.2	1.4	0.9	1.0	1.4	1.1
	<内需寄与度>	1.8	1.4	0.8	1.6	1.5	1.0
	<民間内需>	1.7	1.7	0.8	1.7	1.6	1.1
	<公的内需>	0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.0	-0.1
	<外需寄与度>	-0.6	0.0	0.0	-0.6	-0.2	0.1
	民間最終消費支出	2.4	2.5	0.6	2.1	2.6	1.1
	民間住宅投資	-4.4	0.9	-1.7	-4.6	0.3	-1.1
	民間企業設備投資	3.0	2.6	3.1	1.8	2.8	3.4
	民間在庫品増減<寄与度>	0.1	-0.2	0.0	0.5	-0.3	0.0
	政府消費	1.1	-1.4	0.5	1.5	-0.7	-0.2
	公的固定資本形成	-2.6	-1.1	-0.9	-7.0	1.3	-1.6
	財貨・サービス輸出	4.4	0.3	1.6	5.1	0.1	1.9
	財貨・サービス輸入	7.1	0.1	1.4	8.0	0.9	1.2
	名目国内総生産(GDP)	1.9	4.5	1.8	1.3	4.4	2.4
GDPデフレーター	0.7	2.9	0.9	0.2	3.0	1.2	
生産 ・ 物 価	鉱工業生産	-0.2	1.6	2.6	-0.1	0.2	3.2
	国内企業物価	9.4	-3.3	-2.3	9.7	0.5	-4.0
	消費者物価	3.2	3.0	1.3	2.5	3.3	1.7
	除く生鮮食品	3.0	3.0	1.3	2.3	3.2	1.7
	完全失業率(%)	2.6	2.5	2.3	2.6	2.6	2.3
対 外 収 支	貿易収支 (兆円)	-18.1	-10.4	-8.5	-15.7	-11.8	-8.7
	貿易・サービス収支 (兆円)	-23.3	-14.3	-11.3	-21.2	-16.2	-11.7
	経常収支 (兆円)	9.2	15.8	18.3	11.5	14.1	17.8

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

	2023年度	2024年度
ドル円相場(年度末値)	120.0	120.0
消費税率(期末値、%)	10.0	10.0
北海ブレント(年度末値、ドル/バレル)	80.6	75.2

出所: 野村

日本経済: 2024年に向けて景気回復継続

(1) 総括: 2024年に向けて景気は回復、コアCPIインフレ率が下がる中でも物価は粘着性を増す、6月会合以降のYCC修正を視野に

2023～24年度経済見通し改定: 牽引役が変わりながら景気回復は継続

1-3月期GDP統計(1次速報)の発表を踏まえて、野村では日本経済の見通しを改定した。改定後の見通しにおける実質GDP成長率は、22年度(実績)の前年度比+1.2%に続いて、23年度同+1.4%(前回23年3月23日時点: 同+1.7%)、24年度同+0.9%(同+0.9%)となっている。外需(純輸出)の寄与度の低下を主因に、23年度の実質GDP成長率が幾分、下方修正されているものの、24年度に向けて日本経済が回復基調をたどるという構図は、改定後の見通しにおいても維持されている。

ただし、同じ景気回復でも、23年10-12月期までとそれ以降とは牽引役が異なる。23年10-12月期に向けては、個人消費、インバウンド需要(非居住者による日本国内での消費)、ペントアップ(抑圧)された設備投資需要の発現が主たる景気押し上げ要因となろう。このうち、個人消費の伸びの背景として、第一に、賃上げ率上昇とCPI(消費者物価指数)インフレ率の低下が今後、並走する中、実質的な可処分所得が減少から増加に転じること、第二に経済活動の再開(リオープン)が進む中、家計の貯蓄率の低下(消費性向の上昇)が見込まれることを挙げることができる。また、インバウンド需要については、(1)訪日外客数の増加、(2)1人当たり・1泊当たり支出額の増加の両面を伴うものとなろう。

一方、24年に入ってからの景気回復は、モノ(財貨)の輸出、設備投資、政府消費など家計以外の需要に支えられたものとなろう。24年に入ると、米国を含む海外経済の好転が期待され、これが日本のモノの輸出を支えると見込まれる。この場合、設備投資需要も新規に創出されるだろう。

経済見通しのリスク: 海外経済、地政学的緊張、資源・食料価格、労働供給制約

24年度に向けて景気回復が続くと見込む一方、その道程に待ち構えるリスクは少ない。

第一に、米国、中国を中心とする海外経済である。米国経済について、野村は23年7-9月期から24年1-3月期にかけて、実質GDPが前期比年率-1%前後のペースで落ち込むマイルドな景気後退を見込んでいる。しかし、金融不安が強い信用収縮を引き起こした場合、米国の景気後退がより深く、より長くなる恐れがある。また、中国経済については、ゼロコロナ政策解除後の景気回復ペースは早くも鈍いものになっている。野村では、24年には中国経済の鈍化傾向に歯止めがかかるとみているが、一段の下振れリスクは排除できない。米国、中国経済が現在の想定より下振れる場合、24年には日本のモノの輸出が増加するという野村のシナリオにも下方リスクが生じる。

第二に、地政学的緊張の強まりである。地政学的な緊張が先鋭化、広域化すれば、日本を含めて世界的に貿易が委縮する恐れがある。

第三に、資源・食料価格の一段の高騰である。地政学的な緊張が強まることで、世界的に資源・食料価格が高騰すれば、日本の交易条件(=輸出物価/輸入物価)が低下(悪化)し、所得の海外流出とスタグフレーション(経済停滞と物価上昇の同時進行)が警戒される。

第四に、やや長めの視点に立ったとき、国内労働供給の制約もリスク要因となりうる。女性や高齢者の労働参加率が高水準に到達する中、追加的な労働供給が抑制される

恐れがある。これが賃上げのペースを速める可能性はあるものの、日本全体で見た場合、賃上げをしたところで、追加の労働供給が増える余地はそもそも小さい。むしろ省力化を目的とした設備投資が想定より急伸するリスクを指摘できる。

物価見通し: コアCPIインフレ率は低下するも、粘着性は増す

野村では、24年度末にはドル円が120円、原油価格(北海ブレント)が75.2米ドル/バレルに抑えられるとみている。加えて、当面のエネルギー価格については、電力会社の値上げ申請があったとはいえ、政府の物価高抑制策が作用することで、下押しされる。以上を踏まえると、コアCPI(生鮮食品を除く総合)で評価したインフレ率は24年末近くには前年比+0.8%程度にまで下がると予想する。

一方、24年度に向けて景気回復が続くと見込まれる中、需給ギャップ(実際の実質GDPと潜在GDPの乖離度合い)は足元(23年4-6月期)でプラス(需要超過)に転じ、24年度に向けてプラス幅を拡大させよう。加えて、春闘賃上げ率が高い水準で妥結される中、(1)家計の購買力、(2)企業の価格転嫁力が下支えされやすい。こうした中、より基調的な物価変動を反映するコアCPI(アルコール以外の食料、エネルギーを除く総合)で評価したインフレ率は24年半ば以降、前年比+1.2%程度で安定するとみる。つまり、コアCPIインフレ率が下がる中でも、インフレの粘着性は増すと判断している。

ただし、この判断が妥当なものとなるためには、追加で重要な要件が満たされる必要がある。賃金上昇の持続性だ。約30年ぶりの賃上げ率に達した23年の春闘も、現時点で賃上げの持続性を保証するものではない。そのうえで野村では、景気回復が続く中、24年も23年に比肩する賃上げが可能と見ている。これを前提とする限り、インフレ率は粘着性を増すであろう。

物価見通しのリスク: 価格・賃金設定行動の同調性

上述した経済見通しのリスクはいずれも物価に影響するリスクでもあるが、より直接的に物価に影響するリスクとして企業の価格設定行動の変化が挙げられる。競合他社の値上げによって、自社も値上げしやすい環境が整ったと判断し、実際に値上げに踏み切る、といった具合に、値上げ行動の同調性が増すと、想定を上回るペースで物価が粘着的に上がる可能性が出てくる。

同様のことは賃上げ行動にも当てはまる。自社だけが賃上げすると、それは人件費(コスト)の増加と認識されやすいが、競合他社も賃上げすれば、消費の増加を通じて、売上高の増加も期待される。その結果、賃上げ行動の同調性が増せば、想定以上に賃金ひいては物価の上昇が粘着的になりうる。

金融政策見通しとリスク: 6月以降(6、7月を有力視)のYCC修正、24年前半以降のマイナス付利・YCCの撤廃との見方を維持

野村では、インフレが徐々に粘着性を高めながらも、安定的かつ持続的な2%インフレが24年に向けて実現するとは見ていない。こうした中、植田総裁の下で日本銀行は金融緩和策を続けることになろう。緩和策の持続性確保を視野に、YCC(長短金利操作)が内包する副作用リスクを排除する観点から、23年6月会合以降(6、7月会合を有力視)のYCC修正(10年金利ターゲットを2年あるいは5年に年限短縮)を引き続き見込む。

インフレの粘着性向上の要件となる賃金上昇の持続性については、24年春闘で一定の判断が可能となろう。景気回復が続く中、24年春闘の大勢を踏まえて、同年前半以降、日銀がマイナス付利・YCCを撤廃するとの見方を野村では維持する。

こうしたメイン・シナリオ(確率60%)に対する第一のリスク(確率30%)として、想定より早く日銀が安定的かつ持続的な2%インフレが視野に入ったとの判断をする場合が挙げられる。この場合、マイナス付利およびYCCの撤廃が2023年7-10月に前倒しされる

ことが想定される。

二つ目のリスク(確率10%)として、景気が悪化し、賃金・物価の上昇に歯止めがかかってしまう場合が挙げられる。この場合、YCCの修正・撤廃、マイナス付利の撤廃いずれも先送りされよう。

(2) 輸出入: インバウンドが下支え材料となるも、23年内の輸出は停滞か

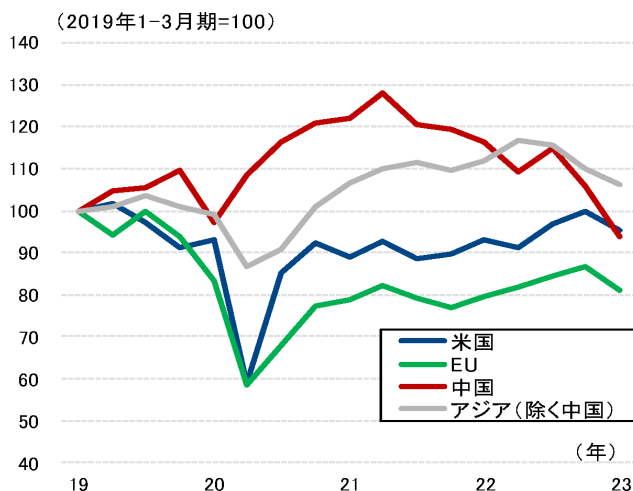
1-3月期は中国向けを中心に財輸出が大きく減少

23年1-3月期の実質輸出は前期比-4.2%と、6四半期ぶりに前期比減少に転じた。内訳を確認すると、財輸出が前期比-5.3%ポイント、サービス輸出が同+1.0%ポイントの寄与であった。実質輸入は同-2.3%と、2四半期連続の減少となった。内訳を確認すると、財輸入が前期比-3.2%ポイント、サービス輸入が同+1.1%ポイントの寄与であった。

財輸出の動向を国・地域別に確認すると、米国向けが前期比-4.8%、EU(欧州連合)向けが同-6.4%、中国向け同-11.2%、アジア(中国を除く)向けが同-3.7%と、主要な国・地域向けの輸出は軒並み減少した(図表3)。米国およびEU向け輸出は、これまで底堅く推移してきたが、利上げの影響で景気の減速感がやや強まってきたことが反映されていると考えられる。中国向けの輸出は、22年12月、23年1月にコロナの感染拡大や春節休暇による攪乱等を受けて大きく減少した後、それ以降の回復も鈍い状況だ。ゼロ・コロナ政策を転換した中国経済の回復はサービス分野が中心であり、製造業や財消費の回復が鈍いことが、中国向け輸出の停滞に影響していると考えられる。

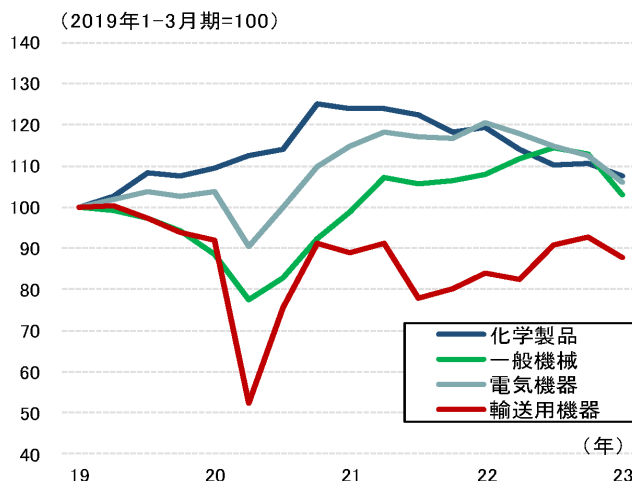
品目別に確認すると、一般機械(同-8.7%)をはじめ、主要な品目はいずれも前期比減少となっている(図表4)。一般機械については、幅広い品目で減少が確認されたことに加え、特に韓国・台湾向けの半導体製造装置の輸出が大きく減少していた。海外経済における設備投資需要の減退や、半導体市場の軟化の影響を受けたと考えられる。

図表 3: 国・地域別の実質輸出の推移



注: 実質化・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 4: 財別の実質輸出の推移



注: 実質化・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。

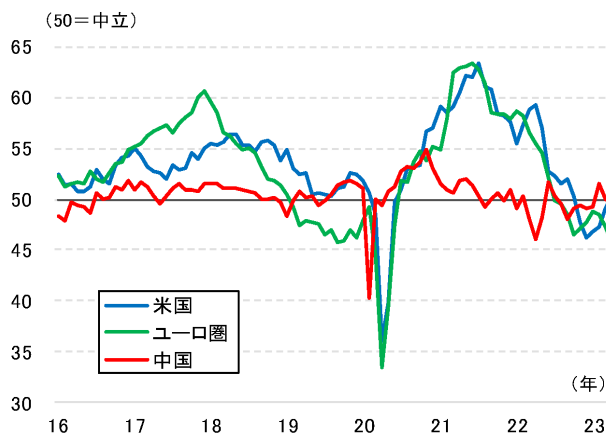
財輸出の回復本格化は24年まで持ち越しか

財輸出の停滞は、23年内は継続する可能性が高いと野村は見ている。海外の製造業の動向を確認すると、米国の製造業PMI(購買担当者景気指数)は4月に50.4となり、拡大・縮小の目安となる50を6カ月ぶりに上回った(図表5)。しかしながら、ISM(供給管理協会)製造業景気指数をはじめとする他の製造業の景気指標は50を下回る展開が続いており、米国の製造業は底を探る状況だ。欧州についても、製造業PMIが50を下回る動きが続いており、底打ちの動きは依然として確認されていない。中国については、ゼロ・コロナ政策明けの23年初に一時的に製造業PMIが50を上回ったものの、4月

は再度50を下回っており、製造業の回復の弱さが示唆されている。各国の製造業の景況感から判断すると、目先の輸出は伸び悩むことが予想される。

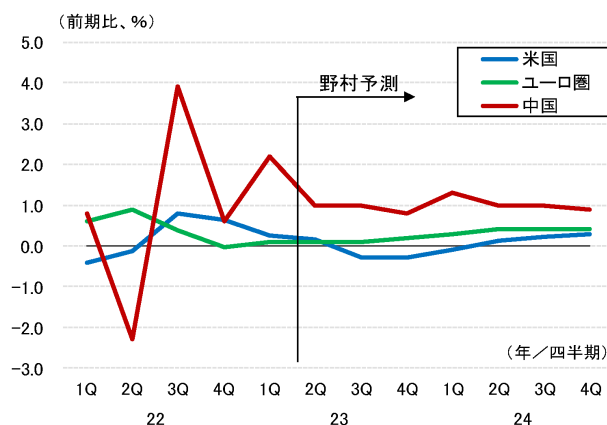
さらに、23年後半からは米国の景気後退入りが予想されるなど、海外景気の減速感が強まる見込みだ(図表6)。財の輸出の本格的な持ち直しは、米国の景気が回復に向かう24年になるだろう。

図表 5: 主要国・地域の製造業PMI



出所: S&P Global社資料より野村作成

図表 6: 主要国・地域の実質GDP見通し



出所: 米国商務省、Eurostat、中国国家統計局資料より野村作成

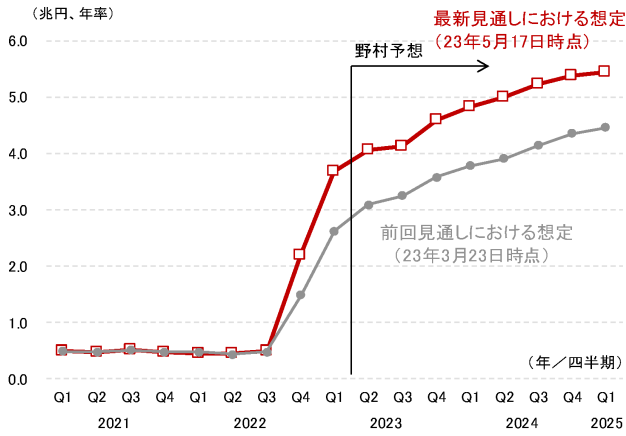
インバウンド消費は今後も景気の下支え要因

一方、インバウンド需要は力強い回復を続けている。1-3月期のGDPベースのインバウンド消費は3.7兆円(実質、年率換算)と、2019年平均の82%まで回復した。同期の訪日外客数は2019年同期比59%であり、1人当たり消費額の増加が、人数の回復ペース以上にインバウンド消費の回復を速めている。1人当たり消費額の増加には、円安やコロナ禍の繰越需要の発現といった一時的な要因に加え、日本を訪れる主要国の賃金上昇による日本の「割安化」や、コロナ禍でのライフスタイルの変化といった構造的な要因も影響している可能性がある。

さらに、新型コロナウイルス感染症の感染症法上の「5類」移行に合わせて、コロナに係る水際対策(ワクチンの3回接種証明または陰性証明書の提示義務)は、4月29日より全ての国・地域に対して撤廃された。今後見込まれる中国人観光客の回復に牽引され、訪日外客数は今後も増加を続けていこう。予想より早い訪日外客数の回復と、1人当たり消費額の上振れを踏まえ、野村はインバウンド消費の見通しを上方改定した(図表7)。23年10-12月期にも、実質インバウンド消費額は2019年の水準を上回る見通しだ。

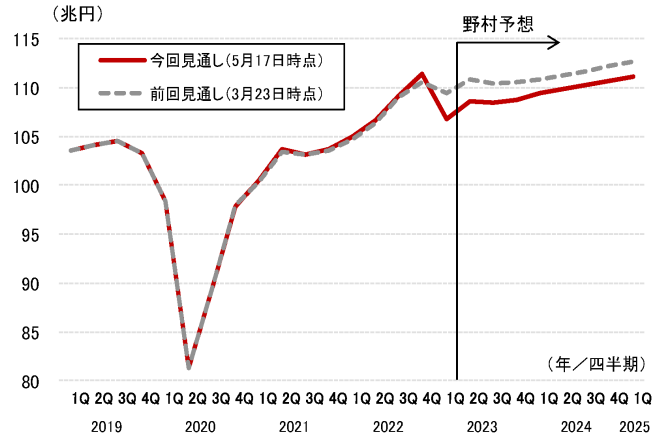
財とサービスを合わせたGDPベースの実質輸出の見通しについては、23年1-3月期の輸出の下振れを受けて、前回の見通しから全体的に下方修正している。インバウンド消費の増加による下支えを受けながら、実質輸出は23年内に概ね横ばいの動きをしたのち、24年初以降増加していこう(図表8)。

図表 7: 実質インバウンド消費の見通し



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 8: GDP実質輸出の見通し



出所: 内閣府資料より野村作成

(3) 生産:輸出向け出荷の大幅な落ち込みで2四半期連続の減産

23年1-3月期の鉱工業生産指数は、前期比-1.8%と低下した。鉱工業生産指数が前期比で低下するのは、これで2四半期連続である。国内製造業活動は低調と言って良いだろう。

実際、幅広い業種で1-3月期は減産の動きが広がった(図表9)。業種別の内訳を確認すると、生産用機械工業(前期比-9.9%、前期比寄与度-0.7%pt)、汎用・業務用機械工業(同-5.0%、同-0.3%pt)、化学工業(同-2.2%、同-0.2%pt)などが減産を主導し、増産を記録したのは食料品・たばこ工業(同+1.3%、同+0.2%pt)、輸送機械工業(同+0.6%、同+0.1%pt)、石油・石炭製品工業(同+0.6%、同0.0%pt)の3業種のみだった。

図表 9: 業種別・財別の前期比寄与度

業種名	2021年		2022年				2023年	業種名
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
鉱工業	-1.9	0.2	0.8	-2.7	5.8	-3.0	-1.8	鉱工業
鉄鋼・非鉄金属	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	0.0	-0.2	鉄鋼・非鉄金属
金属製品	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	金属製品
生産用機械	0.4	0.1	0.0	-0.2	1.8	-1.0	-0.7	生産用機械
汎用・業務用機械	-0.1	0.1	0.1	-0.2	0.7	-0.2	-0.3	汎用・業務用機械
電子部品・デバイス	0.1	-0.1	0.6	-0.8	-0.3	-0.4	-0.2	電子部品・デバイス
電気・情報通信機械	-0.4	0.0	-0.1	0.0	0.7	0.2	-0.1	電気・情報通信機械
輸送機械	-1.5	0.2	0.3	-0.2	2.5	-0.6	0.1	輸送機械
窯業・土石製品	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	窯業・土石製品
化学	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	化学
石油・石炭製品	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	石油・石炭製品
プラスチック製品	-0.1	0.0	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.1	プラスチック製品
パルプ・紙・紙加工品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	パルプ・紙・紙加工品
食料品・たばこ	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	0.4	-0.4	0.2	食料品・たばこ
その他	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	-0.1	その他
鉱業	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	鉱業
資本財	-0.2	-0.3	0.0	0.1	3.4	-1.7	-0.9	資本財
建設財	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	建設財
耐久消費財	-0.9	0.3	0.1	-0.5	1.5	-0.1	0.2	耐久消費財
非耐久消費財	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.3	-0.1	0.0	非耐久消費財
鉱工業用生産財	-0.7	0.1	0.5	-2.4	0.8	-0.9	-1.0	鉱工業用生産財
その他用生産財	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	その他用生産財

(単位は前期比寄与度、%ポイント)

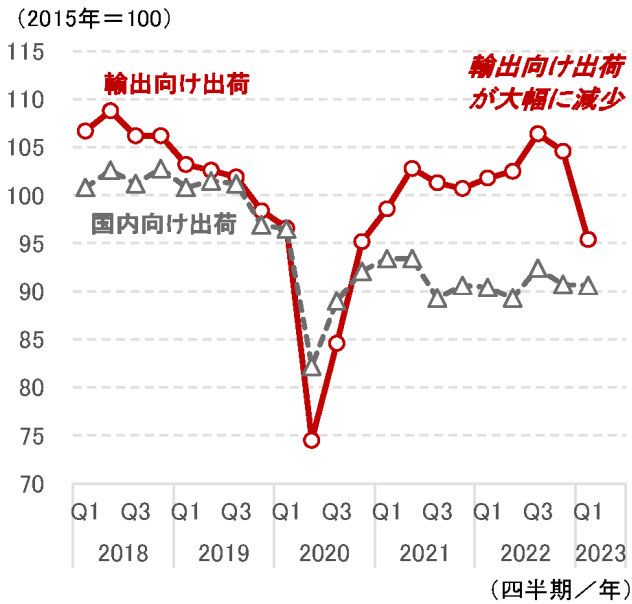
注: 四半期ベースの前期比に関する寄与度を表示している。セルの色は、各四半期の範囲において、より寄与度が大きい場合に濃い緑、小さい場合に濃い赤として塗り分けしている。

出所: 経済産業省資料より野村作成

こうした広範な減産圧力は、輸出の減少によるものだ。鉱工業出荷内訳表を確認すると、23年1-3月期の国内向け出荷が前期比-0.1%とほぼ横ばいであるのに対して、輸出向け出荷は同-8.8%と大幅に低下している(図表10)。

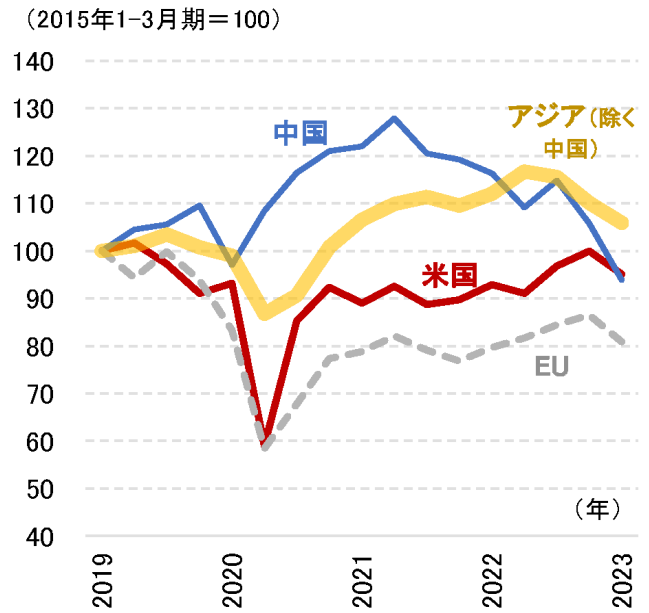
23年1-3月期の実質輸出(季節調整、実質化は野村による)を地域別に見ると、全体の約20%を占める中国向け輸出が前期比-11.3%と大幅に減少しているほか、同程度の規模である米国向け輸出も同-4.9%と明確に減少している(図表11)。このほか、EU(欧州連合)向け輸出(同-6.5%)やアジア(中国を除く)向け輸出(同-3.5%)も振るわず、23年1-3月期の(財)輸出は全体として厳しい内容となった。

図表 10: 出荷先別の出荷指数



出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 11: 地域別の輸出動向



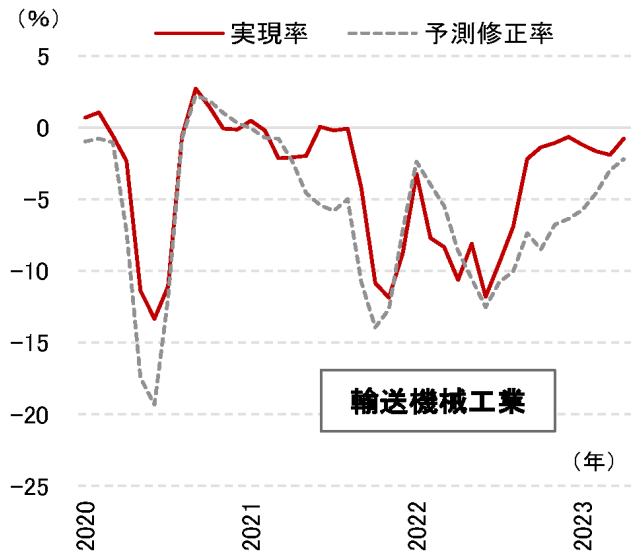
出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

先行きも、輸出向け出荷は厳しい状況が続くと考えられる。日本の2大輸出先である米国・中国の景気が、今後弱含む見通しだからだ。米国については、累次の政策金利引き上げに加え、3月の金融システム不安が追加的に景気下押し効果を発現していると考えられる。野村では、7-9月期から米国経済が(前期比)マイナス成長に陥ると予想しており、日本の製造業もその影響を免れないだろう。中国経済についても、ゼロ・コロナ政策撤廃後の景気回復がグローバルには波及しにくいことに加え、米中対立の激化などを背景に企業の設備投資意欲が減退しているとみられる。23年4月分の中国関連経済統計は総じて景気減速を示唆する内容であり、野村では5月17日付けで中国について23年・24年の経済成長率見通しを引き下げている。こちらも、日本からの輸出にとっては下押し材料になる。

一方、国内向け出荷には安定が見込めそうだ。日本経済は、コロナ禍からの脱却が進む中で民間消費主導の景気回復が予想される。その主役としてはレジャー・娯楽関連のサービス業が想定されるが、それと一定程度歩調を合わせて財消費も回復すると考えられる。実際、マスク着用ルールや水際対策の緩和が進んだ23年1-3月期には、民間消費がサービス消費のみならず耐久消費財にも後押しされるかたちで回復した。具体的な品目としては、半導体の供給制約が緩和された「乗用車」に加え、「カメラ用交換レンズ」「ノートパソコン」「エアコン」の出荷が増加した。移動を伴う活動(レジャー・出張など)の機会が増えるなかで、関連財の需要が生じたのであろう。

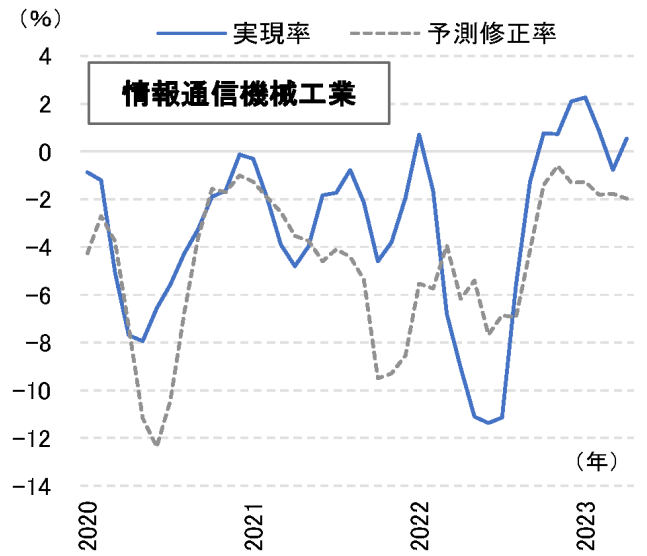
こうした国内外の環境に加え、製造業企業も4-6月期には増産を見込んでいる。4月の製造工業生産予測調査によれば、4・5月平均の生産水準は1-3月期比で+1.4%だ(実現率等を野村で調整した計数。以後同様)。輸送機械工業及び情報通信機械工業が全体を牽引する構図である。これら2業種は実現率・予測修正率ともマイナス幅が大きく縮小しており、4-6月期の増産はある程度の確度で期待できる(図表 12、図表 13)。外需環境の更なる悪化には注意が必要であるが、回復に向かう内需に合わせ国内製造業は緩やかに回復軌道へと転換してくだろう。

図表 12: 実現率等(輸送機械工業)



注: 後方3か月移動平均値。
出所: 経済産業省資料より野村作成

図表 13: 実現率等(情報通信機械工業)



注: 後方3か月移動平均値。
出所: 経済産業省資料より野村作成

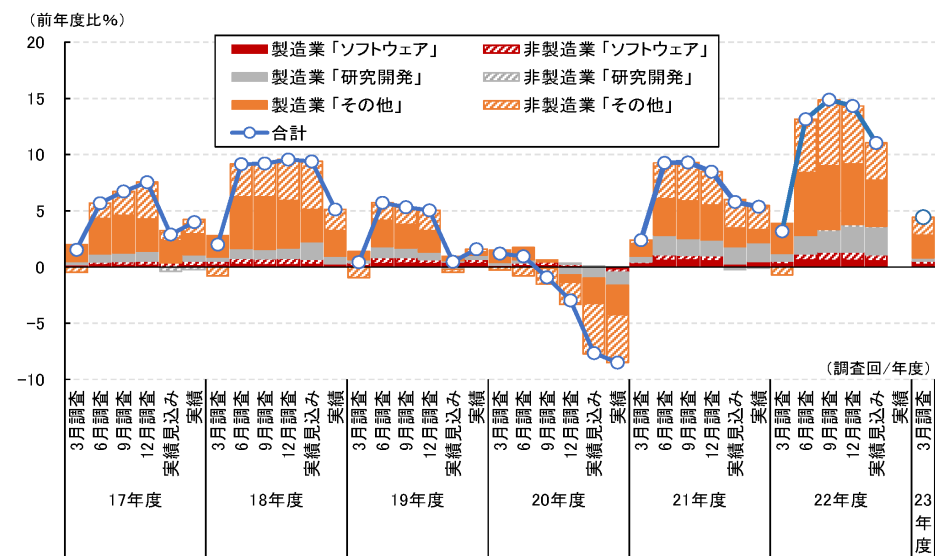
(4) 設備投資：ペントアップ需要が設備投資回復の支えになろう

23年1-3月期の実質設備投資は、前期比+0.9%と増加に転じた。GDPベース設備投資の関連指標である資本財総供給が同四半期に同-3.0%と減少していたことを踏まえると、やや意外感がある結果だ。1-3月期GDP2次速報での改定に注意が必要だが、ひとまず設備投資は回復に向かっていると評価できよう。

先行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10-12月期に前期比-4.7%と減少した後、23年1-3月期には同+2.6%と増加に転じた。コア機械受注の動きを業種別に見ると、非製造業(船舶・電力を除く)が22年10-12月期以来2四半期連続で増加した。足元の設備投資は非製造業を中心に持ち直している可能性がある。

先行きの設備投資を予測する上で、手掛かりになるのが日銀短観(日本銀行全国企業短期経済観測調査)・設備投資計画だ。23年3月調査で初めて公表された23年度設備投資計画(全規模・全産業、「ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額(土地投資額を除く)」ベース)は前期比+4.4%と、22年度比で高めの滑り出しとなった。

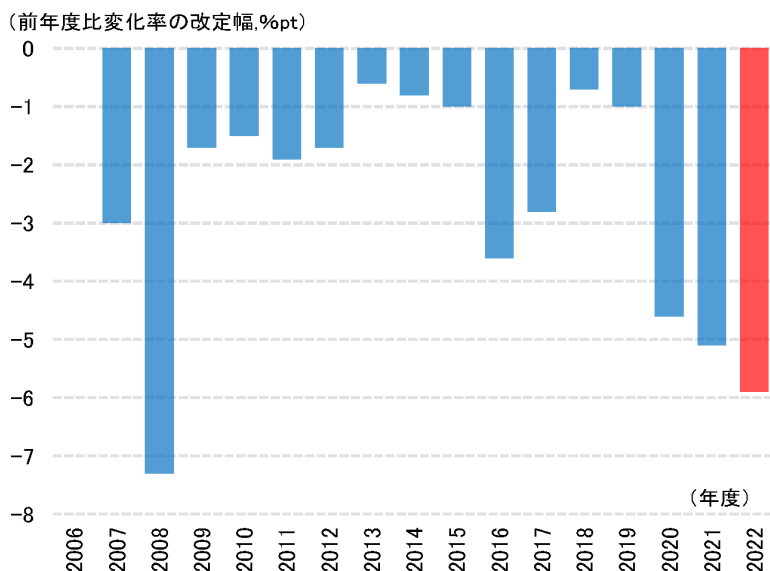
図表 14: 日銀短観・設備投資計画における内訳の改定パターン



注: 図表中の設備投資計画は「ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資を除く」ベースである。
出所: 日本銀行資料より野村作成

21・22年度設備投資計画の改定状況を振り返ると、過去の年度と比較して、計画値のピークから実績見込みにかけての下方改定幅が大きかった。23年度設備投資計画で3月調査が高めの計数となった背景には、直近年度の設備投資のうち未消化分が繰り越されたことが影響している可能性がある。

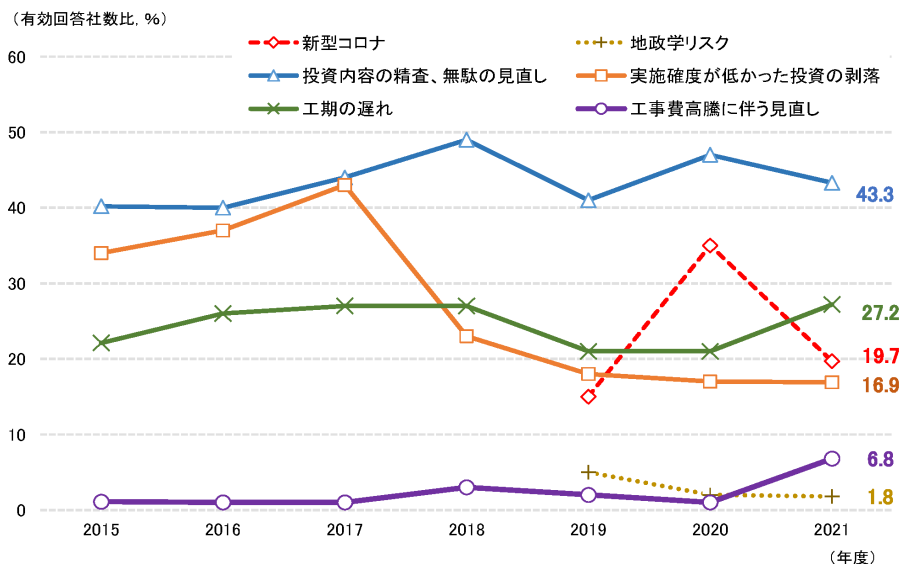
図表 15: 各年度設備投資計画の改定幅(9月調査⇒実績見込み)



注: 時系列比較を容易にする関係で、図表中の設備投資計画は「ソフトウェアを含む、土地投資を除く」ベースである。
出所: 日本銀行資料より野村作成

直近の年度において、設備投資の下方修正幅が過去と比較して大きかった背景を捉えるため、DBJ(日本政策投資銀行)が公表する「設備投資計画調査・結果概要」を参照した。同調査のうち「2021年度設備投資実績が当初計画を下回った理由」という設問に対する理由別有効回答社比率を時系列で見ると、2021年度に上昇が目立った選択肢として「工期の遅れ」(前年度差+6.2%pt)や「工事費高騰に伴う見直し」(同+5.8%pt)が挙げられる。

図表 16: 設備投資実績が当初計画を下回った理由別回答社比率の推移



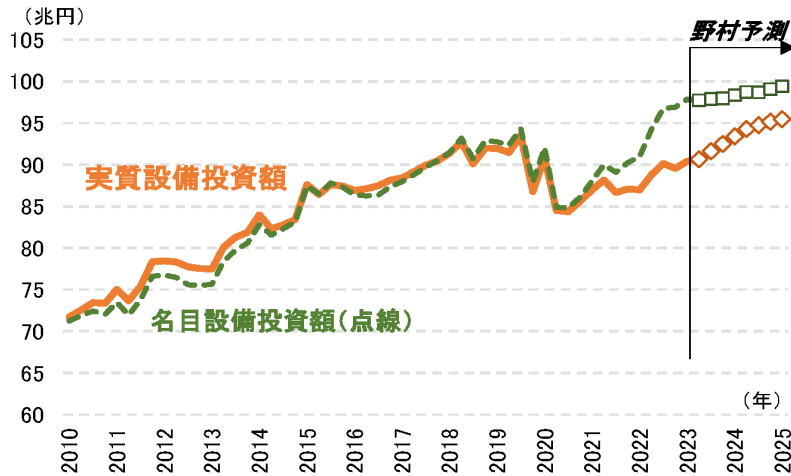
注: 大企業(全産業)のみが調査の対象となっている。最大3つまで複数回答可とされている。2015～2021年度中に、内容が変更されている選択肢は除外してある。選択肢のうち「地政学リスク」は、2019・2020年度については「米中対立」、2021年度については「ウクライナ紛争」を対象としている。
出所: 日本政策投資銀行資料より野村作成

今後は、資本財価格の上昇が落ち着くと予想される。21・22年度に設備投資の重石になった要因は、23年度に大きく緩和されるだろう。23年度後半は海外景気の後退を受け、製造業・加工業種の設備投資を中心に下押し圧力がかかる一方、ペントアップ(繰

越)需要や経済活動のリオープン(再開)に支えられ、今後の設備投資は増加基調が維持されると野村では予想している。

年度ベースで見ると、23年度の実質設備投資は前年度比+2.6%になると野村では予測している。24年度は同+3.1%と、ゲタの効果が上乗せされ前年度から加速するとみている。

図表 17: GDPベース設備投資の推移と野村予測



注: 2023年4-6月期以降は、野村予測となっている。

出所: 内閣府資料より野村作成、予測は野村

(5) 雇用・所得：人手不足や物価高の継続から、24年春闘も高い賃上げ率を予想

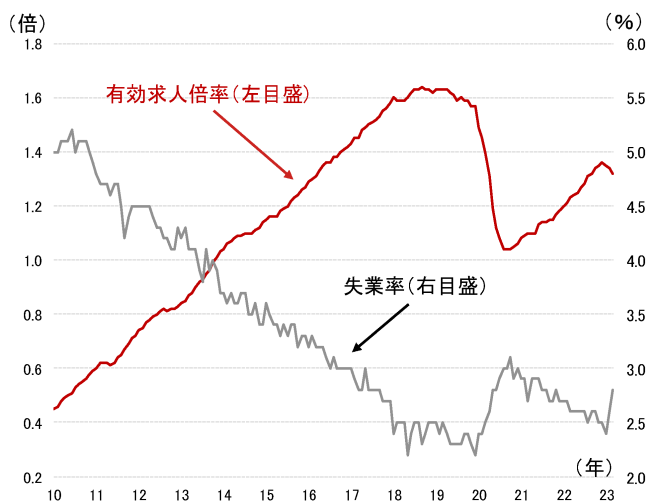
完全失業率が上昇したが、景気悪化を反映したとは考えにくい

23年1-3月期の労働需給を確認すると、同期の完全失業率は2.6%（前期差+0.1%ポイント）、有効求人倍率は1.34倍（同-0.01ポイント）であった（[図表 18](#)）。労働供給側を見ると、労働参加率は62.8%と、前期から+0.2%ポイント上昇した（[図表 19](#)）。就業者数は同期平均で6730万人（前期差+5万人）であった。同期の雇用環境は、総じてみれば逼迫した状況が継続した。

サプライズだったのは完全失業率の上昇だ。完全失業率は低下傾向で推移してきたが、1月の2.4%から3月には2.8%まで上昇した。一方、1-3月期の実質GDPが前期比年率+1.6%の増加となるなど、全体としてみれば同期間の景気は上向いており、景気要因で労働需給が緩和したとは考えにくい。完全失業者数の増加の内訳（[図表 20](#)）をみると、1月から3月の増加（+28万人）のうち、景気悪化の影響を受けやすいとみられる非自発的な離職（務め先や事業の都合）は同+6万人に過ぎず、半数は自発的な離職によるものであった。完全失業者数の増加は、景気に連動した雇用需要の減少ではなく、転職者の増加や雇用調整助成金の特例措置の縮小等に対する事業者側の対応といった、コロナ禍からの正常化の動きを一部反映した可能性がある。

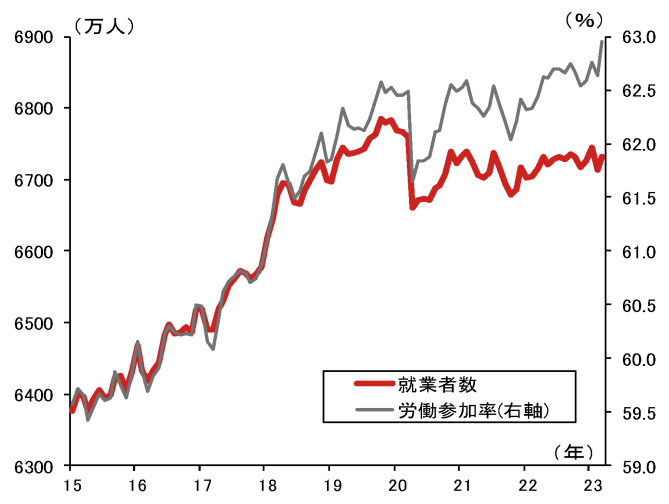
先行きについては、日本経済の緩やかな回復が続く中で、労働需要が引き締まった状況が続くだろう。完全失業率の上昇は一時的であり、今後低下に転じていくと野村は見ている。

図表 18: 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 19: 就業者数と労働参加率の推移



注: 季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 20: 完全失業者数の変化(23年1月から23年3月)の内訳

(単位: 万人)

	完全失業者数計					新たに求職	理由不明
	自発的な離職	非自発的な離職 (定年又は雇用契約の満了)	非自発的な離職 (勤め先や事業の都合)	新たに求職	理由不明		
2023年1月	167	68	28	15	45	11	
2023年3月	195	82	31	21	48	13	
差	28	14	3	6	3	2	

注: 季節調整値を使用。
出所: 総務省資料より野村作成

4月以降の賃金上昇率は23年春闘の結果を反映して加速か

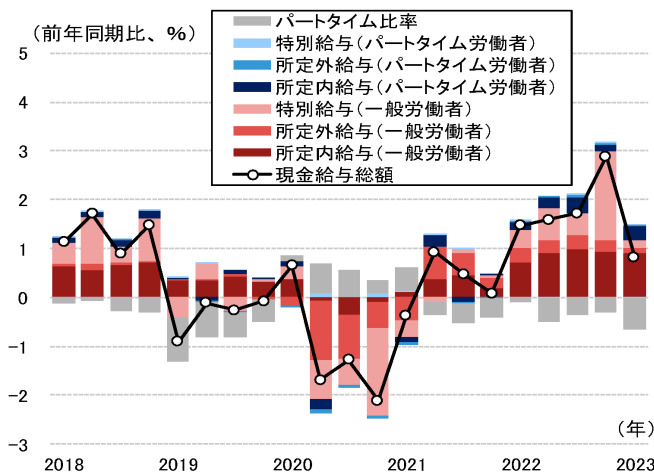
1-3月期の1人当たり現金給与総額は前年同期比+0.8%と、22年10-12月期の同+2.9%から伸び率を縮小した(図表 21)。背景には、好調であった22年年末賞与や、22年の賃金上昇率に上乘せされていた統計の技術的な要因の剥落の影響がある。基本給にあたる所定内給与は、一般労働者で前年同期比+1.2%、パートタイム労働者で同+2.7%の増加となっており、基調的な賃金上昇に変化があったわけではないだろう。

23年春闘の結果(第5回回答集計)を見ると、ベースアップ分が明確にわかる組合の集計ベースで、賃上げ率が3.73%(うちベア2.14%)と、約30年ぶりの高い賃上げ率となっている。集計対象の企業数が増えるにつれて、第1回回答集計時点の賃上げ率(3.99%)から下方改定されているものの、規模が小さい企業でも高い賃上げ率が確認されている。

賃上げの実際の給与への反映が多く企業で4-6月に行われること(図表 22)から、月次の賃上げ率は4月以降に伸びを拡大すると予想される。春闘の結果には、労働組合の存在しない企業(主に中小企業)の結果が含まれていないため、賃上げの加速が経済全体に広がっているかを確認する観点から、毎月勤労統計の賃金上昇率が注目される。

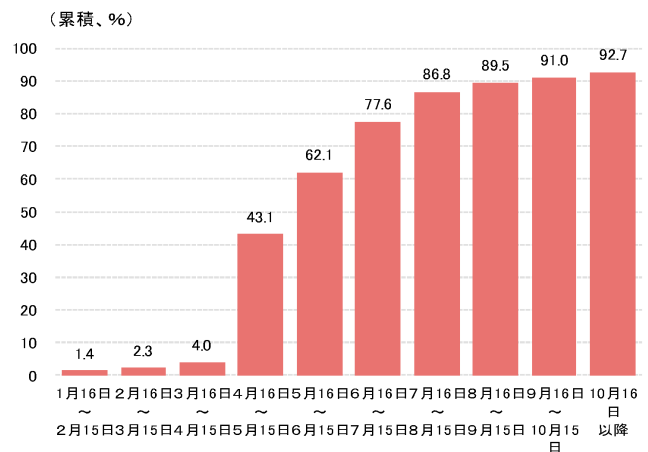
夏季賞与の増加も、今後の賃上げ率の加速に寄与するだろう。野村は、23年の夏季賞与が前年比+1.9%の増加となると予想している。22年度下期の経常利益(日銀短観ベース)が前年比-5.9%の減速見込みとなるなど、企業の業績改善には一服感があるものの、基本給の増加を反映し、賞与の増加は維持されるだろう。各種機関による夏季賞与の集計結果においても、夏季賞与は増加する見通しとなっている(図表 23)。

図表 21: 1人当たり現金給与総額の推移



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 22: 賃金の反映時期(2022年時点)



出所: 厚生労働省資料より野村作成

図表 23: 2023年夏季賞与に関する各種機関集計と野村予想

	公表日	集計・予測対象	2023年予想 (前年比)	2022年実績 (前年比)
日本経済新聞	5月13日	上場企業等主要企業	3.4%	9.2%
労務行政研究所	5月10日	東証プライム上場企業	1.5%	6.5%
連合(日本労働組合総連合会)	5月10日	連合加盟組合	2.6%	7.3%
野村予想	4月7日	全企業(毎月勤労統計ベース)	1.9%	2.4%

注: 1.野村予想以外は、実際の企業の支給予定額や労使間交渉の妥結結果の集計。2.連合集計は、2022年分は最終回答集計、2023年分は第5回回答集計集計ベース。

出所: 日本経済新聞、労務行政研究所、連合(日本労働組合総連合会)、厚生労働省資料より野村作成

24年春闘でも高い賃上げ率が継続する見込み

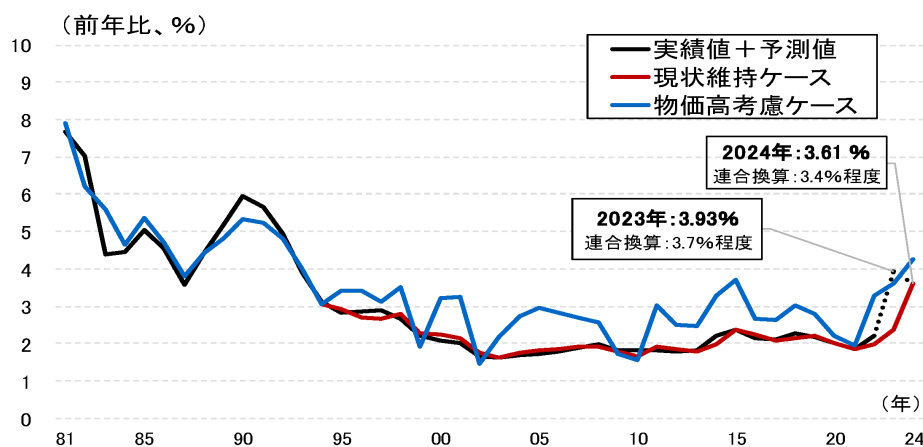
23年の賃上げ加速が確認されるにつれて、今後の注目は賃金上昇の持続可能性に移行しつつある。野村は24年の春闘においても高い賃上げが継続する可能性が高いと見ており、賃上げ率を3.37%（うちベア1.85%）と予想している。物価上昇に伴う賃上げ圧力が24年も強いと見込まれること（23年度のコアCPIの見通し：前年比+3.0%）や、構造要因である人手不足が今後も継続することが予想の背景にある。

なお、野村の春闘賃上げ率の推計モデル（[図表 24](#)）では、物価高考慮ケース、現状維持ケースともに、24年の賃上げ率が23年から加速するという試算結果が出ている。本モデルには1年前の賃上げ率が説明変数として含まれるため、23年の賃上げ率が大きく加速したことが試算結果に影響している。しかし、23年の春闘の結果には物価上昇だけでは説明できない部分が多く含まれており、モデルの推計結果を上回る結果となった。24年はこの部分が剥落することで、賃上げ率が23年から減速すると野村は見ている。

以上より、野村では1人当たり現金給与総額が、23年度は前年度比+2.2%、24年度は同+2.2%増加すると予測する。雇用者数×1人当たり賃金で計算される「総賃金」の増加率は、23年度は同+2.8%、24年度は同+2.8%となる。

一方、物価上昇の影響を差し引いた実質賃金の減少は今後もしばらく継続する見通しだ。本見通しにおいて、物価上昇率が低下し始める時期が後ろ倒しされたことを反映し、実質賃金がプラスに転じる時期も、23年7-9月期から24年4-6月期に後ずれしている。実質賃金は、23年度に同-0.8%、24年度に同+0.9%となると見込んでいる。

図表 24: 春闘賃上げ率の推計



注: 1. 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」ベースの数字。2. 推計式は以下の通り。賃上げ率 = $1.430 + 0.381 \times \text{春闘賃上げ率}(-1) + 0.333 \times \text{コアCPI前年比}(-1) + 0.027 \times \text{経常利益前年比}(-1) + 0.196 \times \text{今後3年間の期待成長率}(-1) - 1.044 \times \text{構造変化ダミー} + 0.348 \times \text{構造変化ダミー} \times \text{春闘賃上げ率}(-1) - 0.252 \times \text{構造変化ダミー} \times \text{コアCPI前年比}(-1) - 0.022 \times \text{構造変化ダミー} \times \text{経常利益前年比}(-1) - 0.110 \times \text{構造変化ダミー} \times \text{今後3年間の期待成長率}(-1)$ 。自由度調整済み決定係数 = 0.96。(-1)の表記は1期ラグを示している。物価高考慮ケースでは、1995年以降もダミー変数の影響を除いている。3. コアCPI、経常利益、今後3年間の期待成長率は、いずれも年度ベース。4. 23年度のコアCPI上昇率を+3.0%（野村見通し）、22年度の経常利益増加率を+3.5%（財務省「法人企業景気予測調査 令和5年1~3月調査」、23年度も横置き）、今後3年間の日本の経済成長率の見通しを1.2%（内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、23年度も横置き）とおいている。

出所: 厚生労働省、総務省、財務省、内閣府、日本労働組合総連合会資料より野村作成

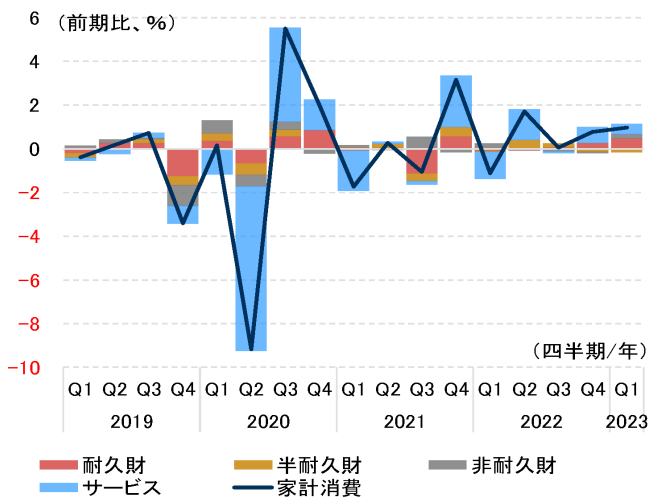
(6) 民間消費:焦点はリオープンから賃金上昇へ

23年1-3月期は耐久財・サービス消費が大幅に増加

23年1-3月期の実質民間消費支出は前期比+0.6%になった。内訳が公表されている実質国内家計最終消費支出(同+1.0%)について見ると(図表 25)、耐久財支出(前期比寄与度+0.5%pt)及びサービス支出(同+0.5%pt)による押し上げ寄与が大きかった(いわゆるインバウンド需要に相当する「非居住者家計の国内での直接購入」による増加寄与が0.5%ptあった)。耐久財支出の増加は、半導体不足による供給制約の緩和に伴い、23年1-3月期の新車(乗用車)販売台数が22年10-12月期比+7.8%と増加したことと整合的である(季節調整は野村による)。サービス支出については、外食や交通、宿泊料などのリオープン(経済活動の再開)に関連した支出の増加基調が維持されていることから(図表 27)、リオープンの進捗が増加の背景と考えられる。

実質国内家計最終消費支出は2020年4-6月期に2019年比-11.0%と大幅に減少した後、緩やかに回復してきた(図表 26)。23年1-3月期には2019年比-1.4%と、減少分のおよそ9割弱に到達した。形態別の内訳では、サービス支出が未だコロナ前水準を下回っている(2019年比-2.3%)。一方、耐久財支出、半耐久財支出、非耐久財支出は23年1-3月期にコロナ前水準を上回った(それぞれ同+0.3%、+0.4%、+0.2%)。

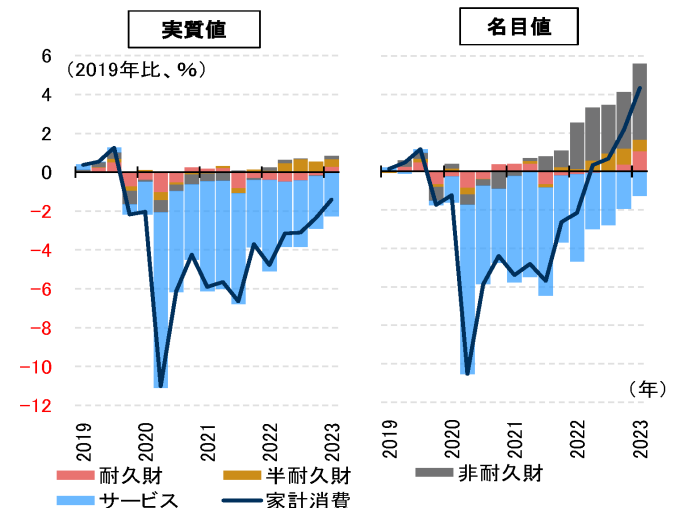
図表 25: 実質国内家計最終消費支出の内訳



注: 季節調整値。

出所: 内閣府資料より野村作成

図表 26: コロナ前と比較した実質・名目国内家計最終消費支出の内訳別推移



注: 季節調整値。

出所: 内閣府資料より野村作成

23年4-6月期もリオープン進捗により消費回復が続くと予想

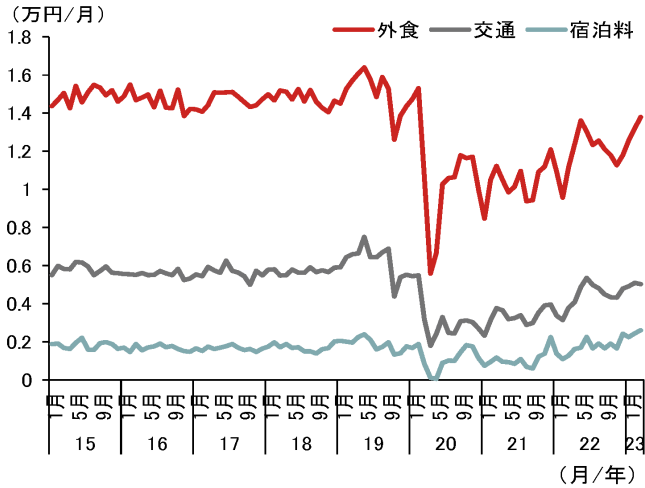
23年4-6月期について現時点までで確認できるデータを見ると、4月の新車(乗用車)販売台数は23年1-3月期平均比+6.0%と増加した(図表 28)。また大手4社の売上速報プレスリリースに基づく、23年4月の全国百貨店販売額は23年1-3月期平均比+8.6%と増加したと見込まれる(図表 28)。また、GW(2023年4月28日~5月7日)の鉄道の乗客率について、JR旅客6社合計の下り利用者数は550万8,000人と、2018年比で94%の水準にまで回復した(日本経済新聞、2023年5月8日付)。年末年始(2022年12月28日~2023年1月5日)は同84%であったところから、リオープンがさらに進んだと見られる。

4月の消費者関連マインド指標も良好である。景気ウォッチャー調査における飲食関連、サービス関連の現状水準判断DIIは4月にそれぞれ56.3、54.6と、1-3月期平均比(それぞれ50.0、51.0)で見て高水準である(図表 29)。消費動向調査の消費者態度指数

は4月に前月差+1.5ポイントの35.4と、同+2.6ポイントと大きく上昇した3月から、2か月連続で上昇した(図表 30)。

23年4-6月期も、23年1-3月期に続き、リオープンの進捗により、消費回復が続くと予想される。

図表 27: サービス消費のうち「外食」「交通」「宿泊料」の推移(実質ベース)



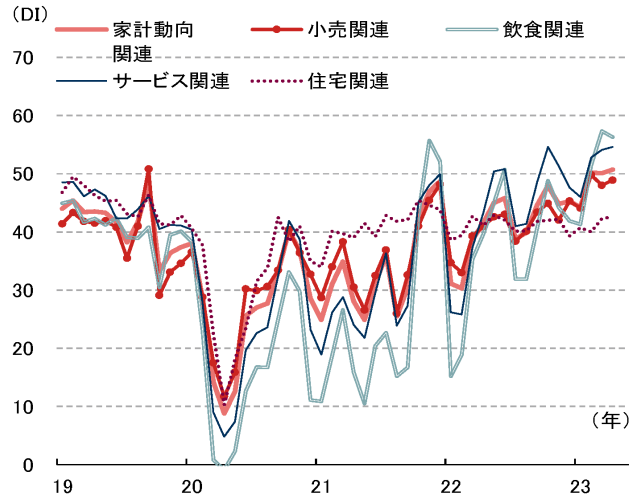
注: 季節調整と実質化は野村による。
出所: 総務省資料より野村作成

図表 28: 百貨店売上高・新車販売台数



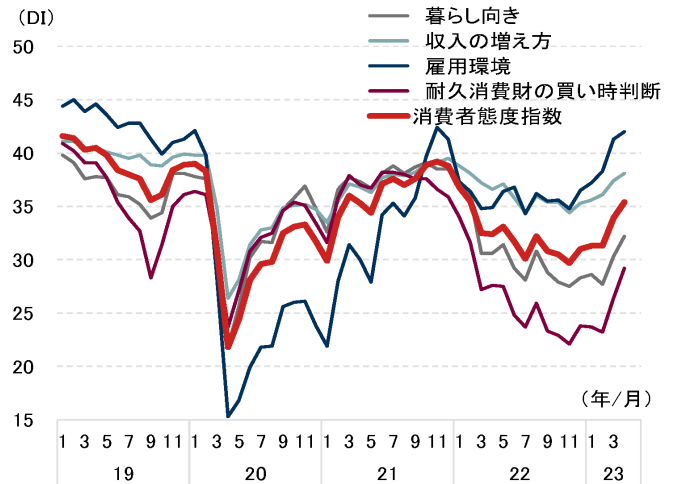
注: いずれも、野村による季節調整値を使用。23年4月の全国百貨店売上高は、大手百貨店4社の同年4月売上高速報値に基づく野村予測値。
出所: 日本百貨店協会、日本自動車販売協会連合会資料より野村作成

図表 29: 景気ウォッチャー調査・現状水準判断DI・家計動向関連の内訳(季節調整値)



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 30: 構成指標別の消費者態度指数(季節調整値)



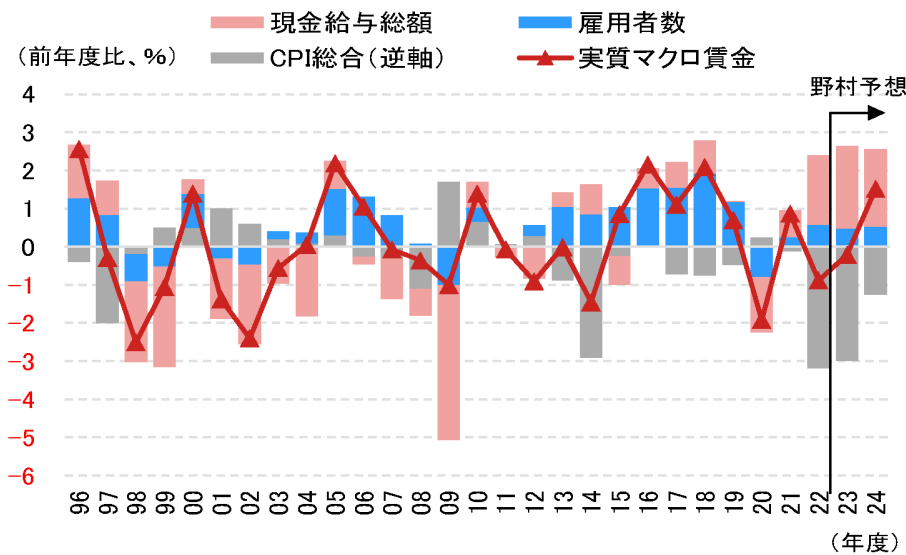
出所: 内閣府資料より野村作成

実質マクロ賃金は24年度に前年度比増加する見込み

賃金動向も消費見通しの重要な論点として挙げられる。2023年春闘の第5回答集計結果では、賃上げ率が前年比+2.14%、定昇相当込み賃上げ率が同+3.73%(賃上げ分が明確に分かる組合の集計値)と、それぞれ昨年第5回答集計値の+0.62%、+2.19%から大幅に上昇した。本経済見通しでは、中小規模の組合が集計結果に加わることによる賃上げ率の押し下げ幅が野村の想定よりもやや大きかったことから、賃金

上昇率の見通しを小幅に下方改定したが、物価動向や人手不足を受けて、基本的に賃金上昇圧力が強いとの見方は不変である。また、野村では2024年春闘においても高めの賃金上昇率になると予想しており、実質マクロ賃金（雇用者数と名目現金給与総額を掛け合わせ、物価上昇の影響を除いた指標）は24年度に増加に転じると見込んでいる（図表 31）。リオープンによるサービス関連消費押上げ効果が出尽くした後と想定される24年度についても、実質所得の増加に支えられ、実質民間消費支出は前年度比+0.6%と増加が見込まれる。以上のように、実質民間消費見通しの焦点は、次第に、リオープンから賃金上昇へと移行していくと野村では予想している。

図表 31: 実質マクロ賃金の寄与度分解



注: 現金給与総額と雇用者数を掛け合わせた値を名目マクロ賃金と想定し、CPI(消費者物価指数)総合指数を用いた実質化を行っている。
出所: 総務省資料より野村作成

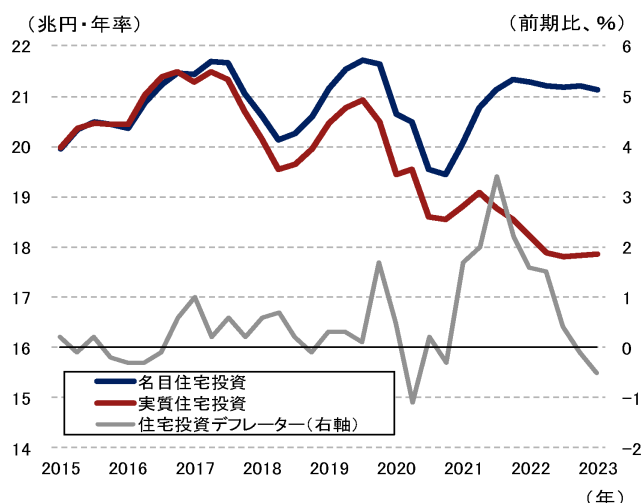
(7) 民間住宅：建設コスト上昇は一服も、住宅投資は緩やかな減少が続く

住宅投資の減少は底打ち

23年1-3月期の実質民間住宅投資は前期比+0.2%の増加となり、2四半期連続の前期比増加となった(図表 32)。21年後半から住宅投資は減少が続いていたが、底打ちしつつある状況だ。

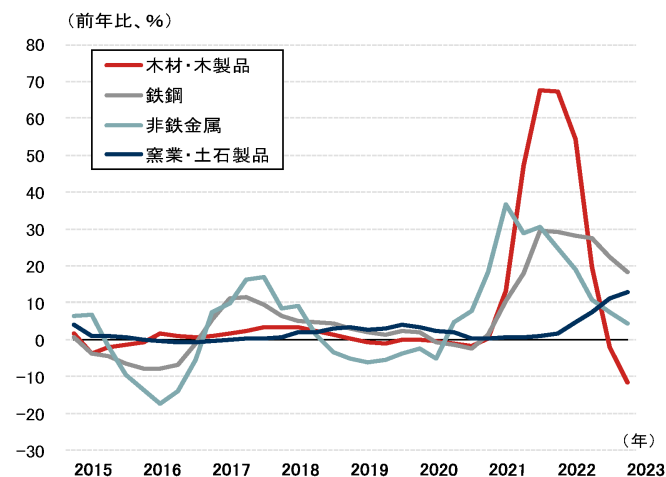
住宅建設のコストを反映する同期の住宅投資デフレーターは前期比で-0.5%となり2四半期連続の前期比減少となった。急激な増加を続けてきた建設コストは、木材価格の低下等を反映し、ようやく頭打ちになったと評価できよう。木材価格に先行するCME材木先物価格指数が低下を続けていることや、鉄鋼・非鉄金属といったその他の資材価格の上昇も頭打ちになっていること(図表 33)から、コスト面からの住宅価格の上昇圧力は今後も弱まってくると予想される。ただし、建設業は他業種に比べても人手不足感が強く、住宅建設費用の3～4割を占める人件費の上昇は今後も続くことが見込まれる。住宅建設コストは、今後も緩やかに低下することが期待されるものの、水準としては高止まりとなる可能性が高い。

図表 32: 住宅投資と住宅投資デフレーター



出所: 内閣府資料より野村作成

図表 33: 主要な資材価格の推移



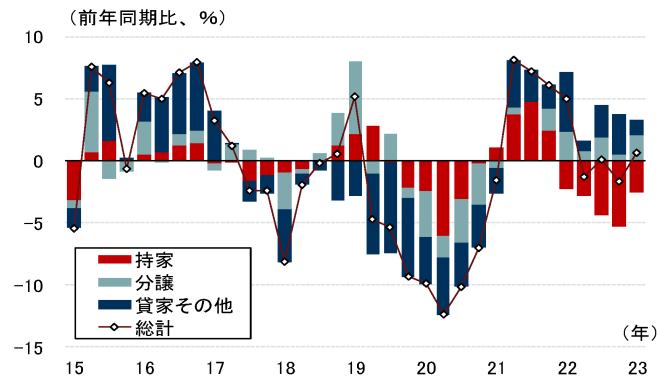
出所: 日本銀行資料より野村作成

低調な持家、好調な貸家・分譲という構図は継続

1-3月期の住宅着工戸数は前期比+2.9%、前年同期比+0.6%となり、どちらも2四半期ぶりに増加に転じた(図表 34)。前年同期比の変化の内訳を住宅の種類別みると、持家が減少する一方、貸家・分譲は増加する動きが継続している。分譲の増加には一部の大型マンションの着工も影響しているが、その影響を差し引いても、底堅い動きと評価できる。

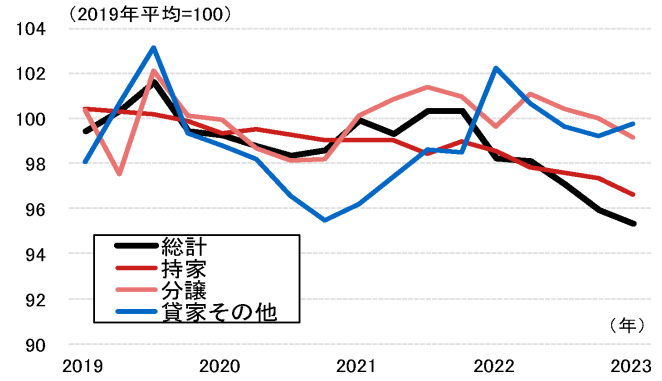
住宅一戸当たりの着工面積の推移をみると、平均面積の広い持家の住宅着工に占める割合が低下する中で、一戸当たりの面積は低下が続いている(図表 35)。21年初以降には、在宅勤務の普及に伴いより広い住宅への需要が高まったこと等から、分譲や貸家の一戸当たり面積は増加していたが、2022年半ば以降は減少傾向に転じている。着工の増加が住宅価格の高い都市部を中心に起こっていることや、コロナ禍からの正常化に伴い在宅勤務比率が低下していることなどが、分譲・貸家の面積の減少に繋がっている可能性がある。

図表 34: 住宅着工戸数の推移(住宅種類別)



出所: 国土交通省資料より野村作成

図表 35: 住宅種類別の戸当たり面積



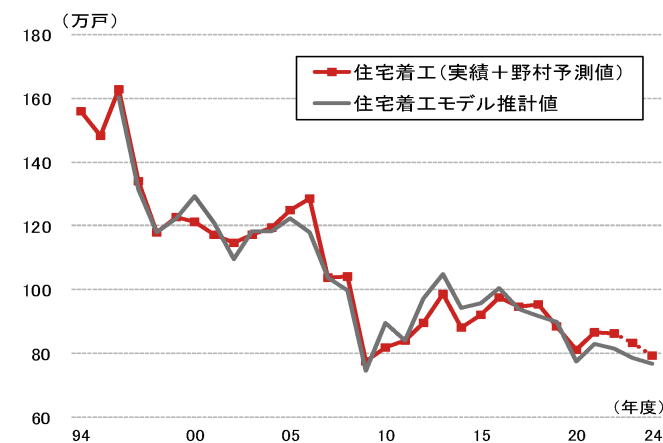
出所: 国土交通省資料より野村作成

住宅投資は緩やかな減少が続く

先行きについては、住宅建設コストの上昇が一服する中で、持家の着工も底打ちに向かうと見込まれる。持家は木造住宅の割合が高い(2022年平均:87%、全住宅平均では同56%)ため、木材価格低下によるコスト低下の恩恵を受けやすいと考えられる。また、分譲・貸家についても、都市部を中心とした建設需要が旺盛な中で、住宅着工全体としては底堅い動きを続けるだろう。足元の着工の強さを踏まえ、野村は着工戸数の見通しを小幅に引き上げている。ただし、住宅着工戸数は世帯数のトレンドと整合的な形で動くため、全体としては緩やかに減少していくと見込んでいる(図表 36)

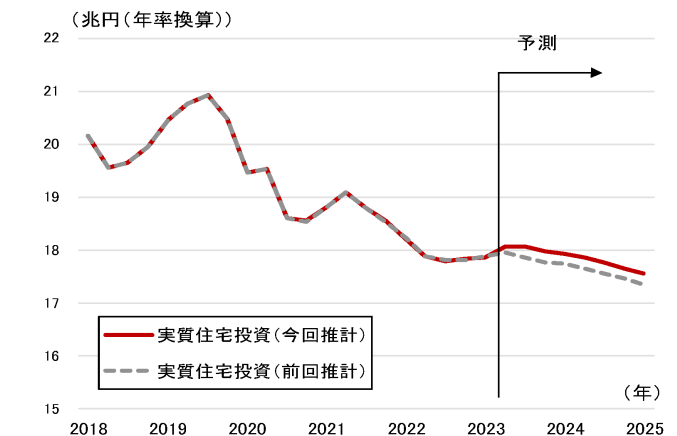
住宅着工の減少を反映して、GDPベースの実質民間住宅投資も、緩やかに減少していくだろう。(図表 37)。年度ベースでは、23年度に同+0.9%、24年度に同-1.7%になると野村は予想する。なお、戸当たりの住宅投資額は、戸当たりの面積に比例する傾向があるため、上述の戸当たりの平均面積の減少はGDPベースの住宅投資額に対して押し下げ要因に働く。今回住宅着工の見通しを引き上げているものの、GDPベースの住宅投資の改定額は、より小幅に留まっている。

図表 36: 住宅着工戸数のモデル推計値と見直し



注: 推計式: 住宅着工戸数(万戸) = -15.9 + 0.2 × (世帯数の変化数) + 4.4 × (実質雇用者報酬の変化率) - 4.8 × (実質金利の変化率) - 18.2 × (1997年消費増税ダミー) - 7.0 × (2014年消費増税ダミー) + 6.6 × (2019年消費増税ダミー) - 11.2 × (1998年金融危機ダミー) - 6.9 × (2007年建築基準法改正ダミー) - 6.9 × (リーマンショックダミー) - 15.3 × (震災ダミー) - 0.4 × (コロナダミー)
 自由度調整済み決定係数: 0.91、推計期間: 1996~2022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

図表 37: 実質住宅投資の見直し



出所: 内閣府資料より野村作成

(8) 公共投資:年度末の駆け込み需要が大きかった可能性

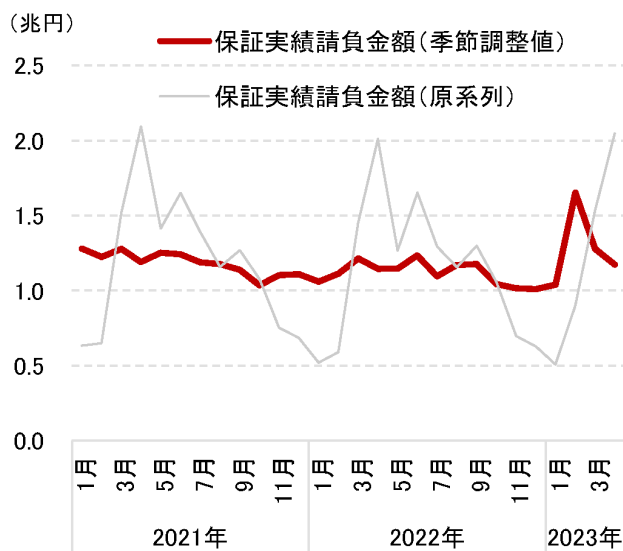
23年1-3月期の実質公共投資(実質公的固定資本形成)は、前期比+2.4%となった。公共投資は22年4-6月期から前期比増加が続いてきたが、足元で明確に加速したかたちだ。資材価格が上昇を続ける中でも、公共投資は底堅さを維持していると言えるだろう。

ただ、この上向きの動きが今後も続くとは考えにくい。というのも、23年1-3月期にみられた公共投資の明確な加速は、年度末にかけての駆け込み需要とみられるからだ。

実際、公共投資の先行指標である「公共工事前払金保証統計」を確認すると、23年2月に発注が集中したことがわかる(図表 38)。年度末に発注が集中するのは例年の事であるが、2022年度は特に駆け込み需要の規模が大きく、かつ例年比で早く顕在化している。約40年振りの高インフレを受け、公共事業の発注に遅れが出ていた可能性がある。23年4-6月期については、この駆け込み需要からの反動減が出ると考えられる。

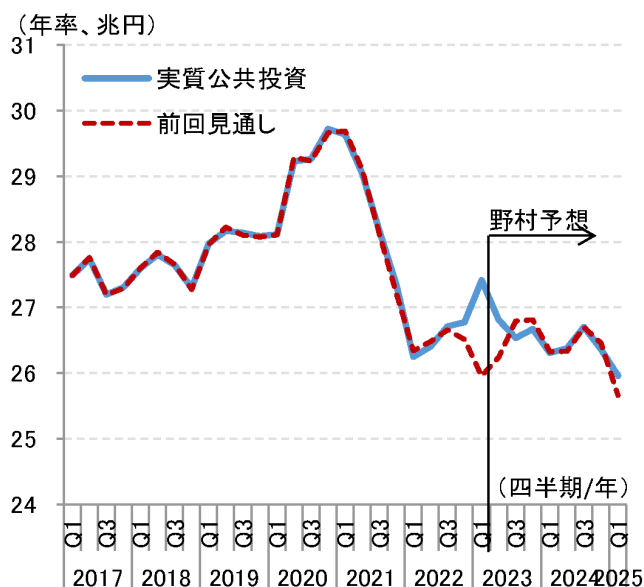
より長い時間軸で見た場合、公共投資は横ばい圏で推移していると評価すべきだろう(図表 39)。実質公共投資は、2019年の消費税率引き上げに伴う「臨時・特別の措置」や2019年度の経済対策等による押し上げ効果を受けて20年10-12月期にピークを打ったあと、22年1-3月期にかけて反動で減少が続いていた。変動の規模感からすれば、足元の動きは横ばい圏のなかでの上振れと位置付けられる。

図表 38: 公共投資前払金保証統計



注: 名目値。季節調整は野村が独自に施したもの。
出所: 東日本建設業保証株式会社資料より野村作成

図表 39: 実質公共投資の推移



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府、野村

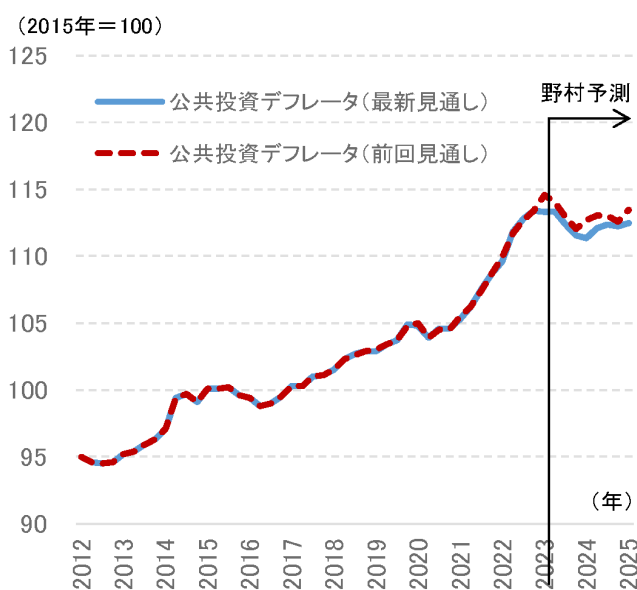
先行きに目を転じると、3つの論点がある。(1)資材価格の先行き、(2)発注先送り、(3)2023年度補正予算の編成だ。

資材価格に落ち着きが出始めていることは、先行きの実質公共投資にとってプラス材料と言える(図表 40)。しかし、足元でドル円レートが130円~140円水準で推移していることや、人手不足に悩む建設業で賃金インフレが起きやすいことを踏まえると、資材価格の低下が限定的となる可能性も否定できない。インフレ鎮静化による実質公共投資下支えを期待するのは、ややリスク含みと言うべきだろう。

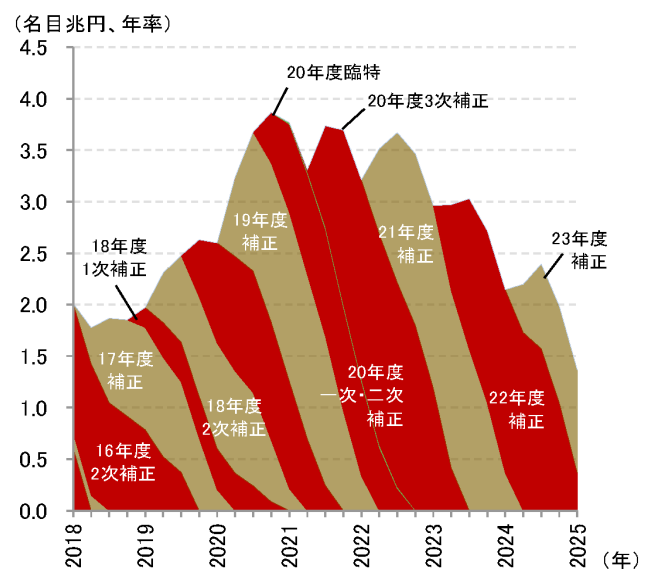
公共投資デフレーターが高止まりする場合には、2023年度も公共事業の発注時期が先送り気味となるかもしれない。野村では、これまでに措置された補正予算等を踏まえつつ、2024年1-3月期にかけてほぼ横ばいの推移を実質公共投資に見込んでいる(図表41)。しかし、発注時期の先送りが2023年度も発生する場合、公共投資の先行き経路が野村予想から乖離する可能性がある。

2023年度補正予算の公共事業関係費として、野村では約1.5兆円を想定している。経済活動再開に伴う景気回復を踏まえ、2022年度補正予算における約2.7兆円から減額される想定だ。ただし、米国・中国の景気減速が顕著になるような場合には、野村想定を上回る公共事業関係費が措置される可能性はある。とはいえ、建設業は人手不足が厳しいこともあり、公共事業費の追加が有効かつ即効性のある景気対策と見なされにくくなりつつあることは認識しておくべきだろう。

図表 40: 公共投資デフレータの推移



図表 41: 補正予算等の想定



注: 「前回見通し」は23年3月23日時点の経済見通しにおける計数。季節調整値。
出所: 内閣府、野村

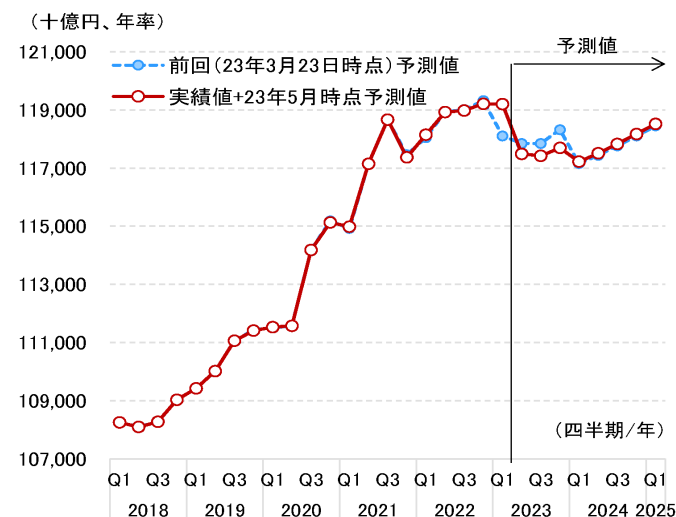
出所: 各種資料より野村作成

(9) 政府消費：新型コロナ5類移行により23年度は減少を予想

23年1-3月期の実質政府消費支出は前期比横ばい

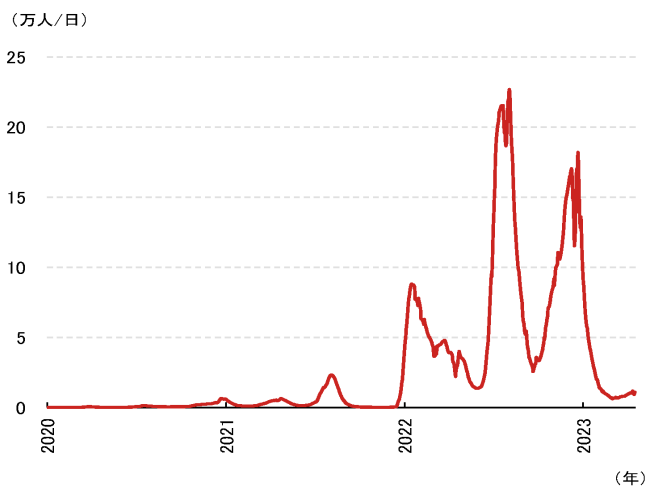
23年1-3月期の実質政府消費支出は前期比横ばい(-0.0%)となった。実質政府消費は、新型コロナウイルス感染症のPCR検査代などの支出を要因として、感染症拡大前のトレンドを上回る金額での推移が続いている(図表 42)。

図表 42: 政府消費支出の推移



注: 実質・季節調整値。
出所: 内閣府資料より野村作成

図表 43: 新規陽性者数の推移



注: 後方7日間移動平均値。直近は2023年5月8日。
出所: 厚生労働省資料より野村作成

新型コロナウイルス感染症5類移行により23年度の政府消費は減少を予想

政府は23年5月8日から新型コロナウイルス感染症の感染症法上の分類を「5類」に移行した。「5類」移行に伴い、これまで公費で賄われていたコロナ関連の医療費は、一定の緩和措置を経ながら、家計の自己負担(健康保険適用の場合、医療費の1割~3割)へと変わる。

また、新規陽性者数等の把握の方針について、政府は「全数把握」から「定点把握」へと変更した。具体的には、全国約5,000の医療機関から報告を受け、1か所当たりの平均患者数などを厚生労働省が毎週金曜日に公表する仕様になった。5月2日~5月8日までの1週間の新規陽性者数は平均で1日あたり1万961人であった(図表 43)。未だゼロ人には至っていないが、感染は概ね落ち着いていると見られる。

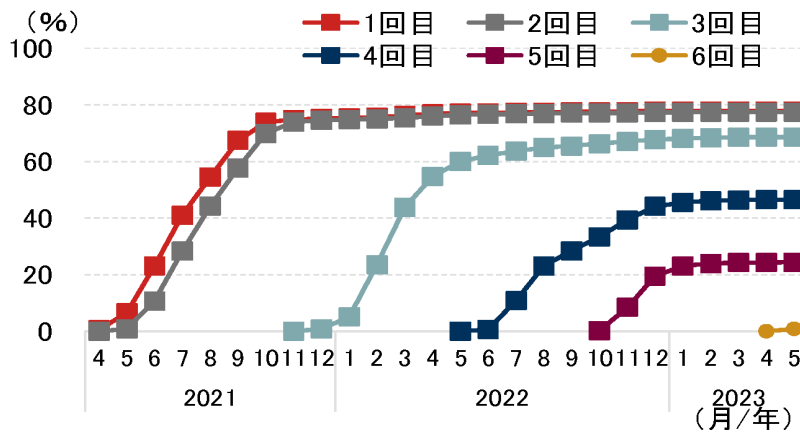
「5類」移行及び感染動向の落ち着きに伴い、コロナに関連した医療費などの政府支出は減少していくと予想され、23年度の実質政府消費支出減少の主因になると予想する。

5月8日開始のワクチン6回目接種は鈍い立ち上がり

21・22年度に政府消費の押し上げ要因となったワクチン接種については、5月14日までのデータを過去の動向と比較すると、6回目接種は最終的に全人口比(簡易的に1億2600万人と仮定)で1割程度の接種率に留まるペースとなっている。23年9月以降に実施されると想定される高齢者の7回目接種および一般の6回目接種も同程度の接種率になると仮定すると、政府支出の押し上げ額は約4,000億円と計算される(接種1回あたり9,600円と想定)。これは1年間の実質政府消費のおよそ0.3%、実質GDPに対してはおよそ0.1%弱に相当する。

実際、5回目までの接種率は、回を追うごとに低下してきた(図表 44)。今後の感染動向にも影響されようが、ワクチン6回目接種が政府消費支出、GDPを押し上げる影響は5回目接種までと比較して、限定的になる可能性が高いと見込まれる。

図表 44: 新型コロナワクチン接種率の推移

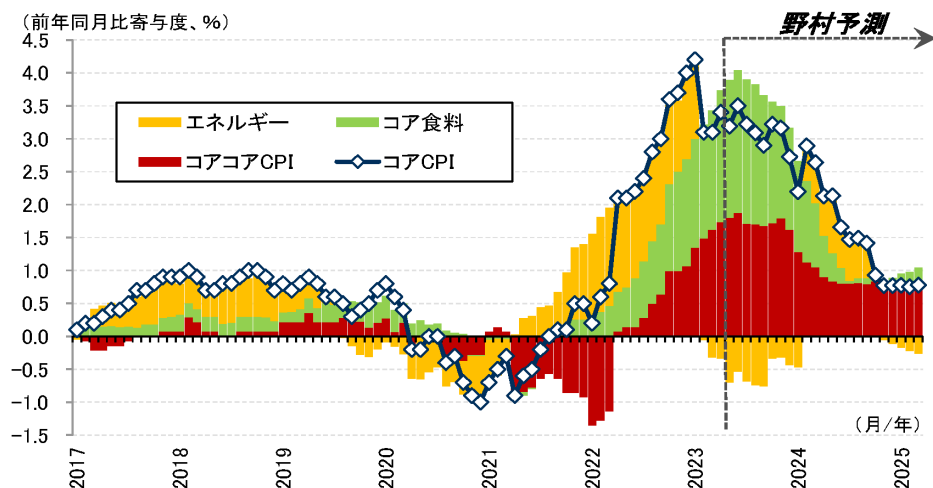


注: 分母の人口は1億2600万人と仮定。2023年5月は5月14日時点までの接種率。
出所: デジタル庁資料より野村作成

(10) 物価:コアインフレ率の粘着性は強まろう

23年1-3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+3.5%と、22年10-12月期(同+3.8%)から-0.3%pt減速した(図表 45)。23年1-3月期の日銀版コアCPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)は同+3.5%となり、前期(同+2.8%)から+0.7%pt加速した。

図表 45: コアCPIインフレ率の見通し(月次ベース)

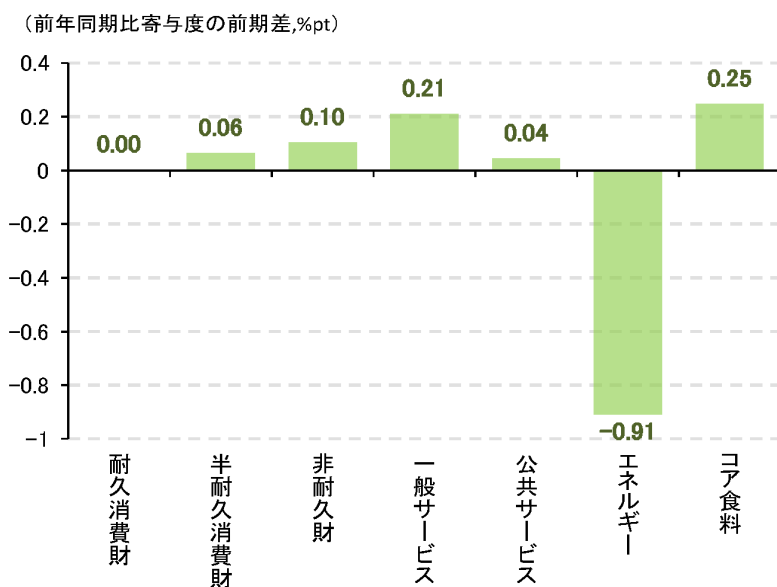


注: コアCPIは生鮮食品を除く消費者物価指数。2014年4月、2019年10月の消費税率引き上げ及び、2019年10月からの幼児教育無償化、2020年4月からの高等教育無償化の影響を除く。非耐久財は、総務省公表の「非耐久消費財」から「食料」「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」「灯油」「ガソリン」を除いたもの。ただし「酒類」は含まれている。2023年5月以降は、野村予測となっている。

出所: 総務省資料より野村作成、予測は野村

品目別の内訳を見ると、23年1-3月期はエネルギーがコアインフレ率の減速に寄与した一方、コア食料(生鮮食品を除く食料)や一般サービス(外食を除く)等は加速に寄与した(図表 46)。政府によるエネルギー価格抑制策を受けて電気・ガス料金が低下した一方、飼料価格上昇・鳥インフルエンザの影響を受けた「牛乳」や「鶏卵」、需要増・人手不足等の影響を受けた「宿泊料」などがインフレ加速に寄与したかたちだ。

図表 46: コアインフレ率加速に対する財別寄与度

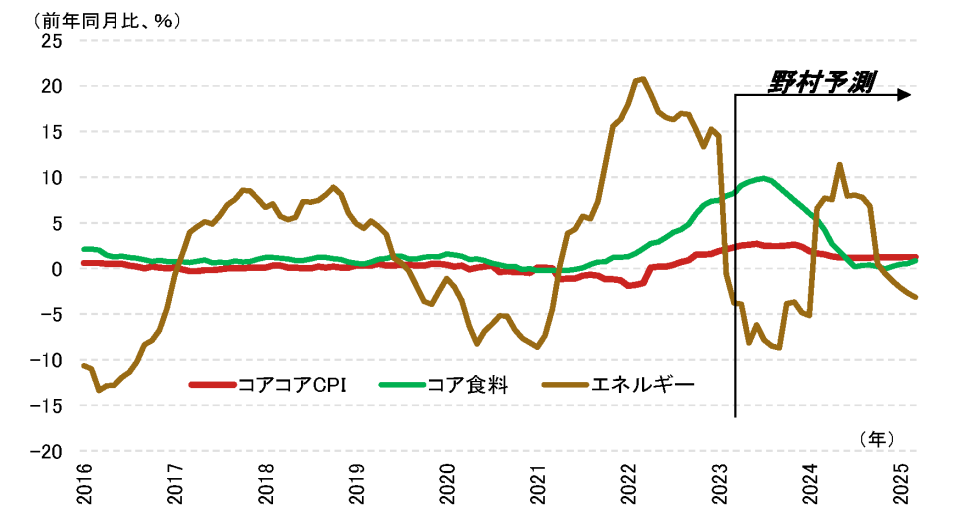


注: 22年10-12月期から23年1-3月期にかけてのコアCPIインフレ率加速分に対する、財別寄与度を表示している。

出所: 総務省資料より野村作成

先行きに目を転じると、コアインフレ率は2023年末にかけて3%台で推移したのち、24年以降はコア食料・コアコアCPI(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合)の減速により前年比伸び率が低下するだろう。年度ベースでコアインフレ率は、23年度について前年度比+3.0%、24年度について同+1.3%と予測する。以下では、エネルギー、コア食料、コアコアCPIそれぞれの見通しを整理する。

図表 47: コアコアCPI、コア食料、エネルギーのインフレ率見通し



注: 2019年に実施された消費税率の引き上げの影響は除去されている。

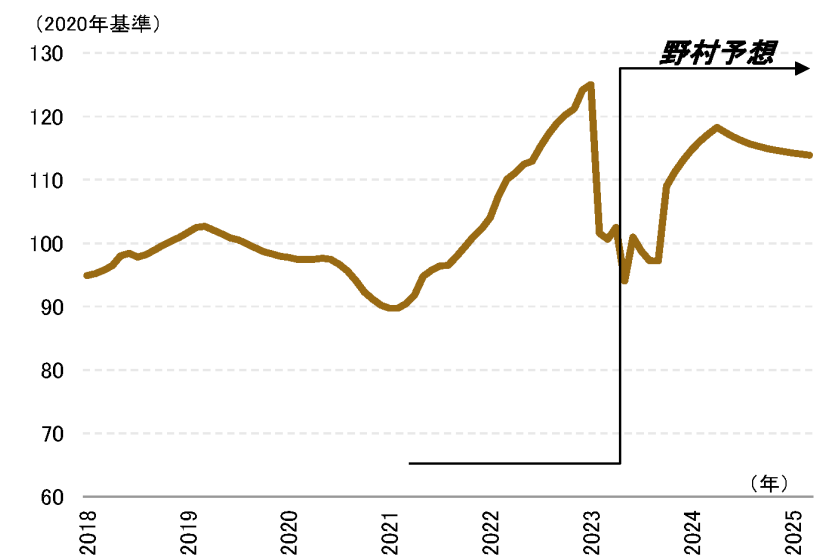
出所: 総務省資料より野村作成、予測は野村

エネルギー: 電気料金の値上げ幅は、従来の野村想定を下回る

エネルギーのインフレ率は、24年1月にかけてマイナス圏で推移した後、政府のエネルギー価格抑制策の反動を受けて、同年2月に反動が生じると予想する(図表 47)。

「電気代」は、電力大手7社の値上げ申請が了承されたため目先で上昇する(図表 48)。23年6月のコアインフレ率は、値上げによって前年同月比+0.4%ptほど押し上げられるだろう。ただ、野村では、前回の経済見通しで各社申請時の値上げ率を基に同+0.6%ptの押し上げ寄与を見込んでいた。政府との協議で値上げ幅が圧縮されたため、今回の経済見通しでは「電気代」のインフレ寄与を前回から縮小させている。

図表 48: CPI「電気代」の推移と野村見通し



注: 2019年に実施された消費税率引き上げの影響は除去されている。

出所: 総務省資料より野村作成、予測は野村

「ガソリン」は、政府の経済対策を考慮し、小売価格が23年6月まで170円/Lで維持された後、7・8月に5円/L・月ずつ上昇すると野村では想定する。23年8月には、野村の原油・為替前提に基づくガソリン価格と想定値が一致しよう。

コア食料: 食品の値上げ局面は23年末まで続こう

コア食料のインフレ率は23年7月にピークアウトする一方、価格水準は23年末まで上昇が続くと予想する(図表 47)。値上げ予定の品目を見ると、小麦や鶏卵、生乳を原材料とする製品が多く含まれる(図表 49)。23年4月に実施された輸入小麦の政府売渡価格引き上げ、鳥インフルエンザ流行拡大による鶏卵の供給不足等の影響が、コア食料のインフレ加速要因として作用する見込みである。23年8月には、飲用乳価引き上げが実施される予定であり、年後半にかけて一段の値上げリスクに注意が必要だ。24年以降は、輸入食料価格の低下が食品価格の押し下げに寄与する一方、食品製造業の業況回復の遅れが値下げを遅らせる要因となろう。

図表 49: 値上げ予定の食品(一例)

2023年5月

会社名	対象商品	値上げ率(額)
サントリーBF 鳥貴族	缶コーヒー「ボス」、「烏龍茶」等42品目 全品	19～22% 350円⇒360円

2023年6月

会社名	対象商品	値上げ率(額)
カルビー	「ポテトチップス」、「じゃがりこ」等87品目	3～15%
日清食品	カップヌードルやチキンラーメン等170品目	10～13%
東洋水産	「マルちゃん」ブランドの即席麺約200品目	10～13%
オタフク	「お好みソース」等84品目	9～16%
はごろもフーズ	のり製品、フルーツ製品等51品目	13～25%
ハウス食品	カレールーやレトルト食品、炭酸飲料等205品目	6～15%

2023年7月

会社名	対象商品	値上げ率(額)
ニッポン	小麦粉等	4～15%
日清製粉ウェルナ	小麦製品や乾麺等	2～7%
越後製菓	バックご飯等22品目	8～10%
森永乳業	「森永の焼プリン」や育児用ミルク等49品目	5.8～20%
雪印メグミルク	チーズやスキムミルク等20品目	4.3～17.7%
湖池屋	「カラムーチョチップス」等50品目	4～16%
エスピー食品	即席カレールー、レトルトカレー等218品目	5.5～31.6%
サトウ食品	バックご飯等62品目	8～10%
伯方塩業	「伯方の塩」等39品目	6～11%
ハウス食品	チューブ入りワサビやコショウ等349品目	平均13.3%

注: 表示されている年月は、値上げが実施される月を指す。

出所: 各種報道資料より野村作成

コアコアCPI: 家計や企業の「ノルム」に一定の変化が生じよう

23年4月時点で、コアコアCPIは前年同月比+2.5%まで加速した(図表 47)。先行きのコアコアインフレ率は、23年6月(予測: 同+2.8%)にピークアウトした後、24年前半にかけて1%台前半まで減速すると予想する。年度ベースの予測は、23年度については前年度比+2.3%、24年度は同+1.2%となる。

先行きは、輸入コスト上昇の影響が和らぐ一方、経済活動水準上昇によるマクロの需給逼迫が、コアコアCPIのインフレ加速要因として強まる見込みだ。

加えて(5) **雇用・所得: 人手不足や物価高の継続から、24年春闘も高い賃上げ率を予想**で取り上げた通り、持続的な賃上げも、インフレの粘着性を高めるだろう。先行きの賃金環境が野村予想通りとなった場合、家計や企業の「ノルム(物価観)」が変化し始めることで、デフレ脱却に近づくことになるだろう。

(11) 金融政策：6月会合以降(6、7月を有力視)のYCC修正、24年前半以降のマイナス付利・YCCの撤廃との見方を維持

野村では、インフレが徐々に粘着性を増しながらも、安定的かつ持続的な2%インフレが24年に向けて実現するとは見ていない。直近4月の経済・物価情勢の展望(展望レポート：見通し期間は25年度まで)も、日本銀行が安定的かつ持続的な2%インフレを視野に入れていないことを示した。

こうした中、日銀は金融緩和策を続けることになろう。金融緩和策を続けるうえで、現行YCCに内在する副作用のリスクを、それが顕在化している如何に関わらず、除去しておくことの意義はあると野村では考えている。このような見方の下、今回の改定見通しでは従来の金融政策シナリオを以下の通り据え置く(図表 50)。

メイン・シナリオ(確率60%)では、23年6月会合以降(6、7月会合を有力視)のYCC(長短金利操作)修正を見込む。修正方法としては、長期政策金利を10年国債利回りから2年あるいは5年に短縮することを想定する。日本の賃金上昇が緒に就いたばかりであることを踏まえると、YCCは引き続き景気回復をサポートする必要がある。そこで、YCCに内在する副作用リスクを取り除きながらも、景気への影響力が相対的に強い2-5年金利の安定を狙うことになろう。修正時期としては23年6月会合以降、なかでも6月、7月会合を有力とみる。できるだけ早くYCCに内在するリスクを除去する上では、次回6月会合での修正に意義がある。一方、安定的かつ持続的な2%インフレ実現に時間を要すること、ひいては現行金融緩和策の持続性を高める必要があることを示したうえでYCCを修正するのであれば、次回展望レポートを発表する7月会合が意識される。なお野村では、衆院解散・総選挙のタイミングがYCC修正に影響する度合いは小さいとみている。

インフレの粘着性向上の要件となる賃金上昇の持続性については、24年春闘で一定の判断が可能となろう。景気回復の継続、および24年春闘での賃上げの継続を前提に、同年前半以降、日銀がマイナス付利・YCCを撤廃するとの見方を野村では維持する。

リスク・シナリオA(確率30%)では、日銀が想定より早く安定的かつ持続的な2%インフレが視野に入ったと判断することを想定している。この場合、23年7月、9月、10月のいずれかの決定会合(うち7月と10月は展望レポートの発表あり)でYCCとマイナス付利を撤廃するだろう。また、このシナリオでは、YCCの修正というプロセスなしに、マイナス付利・YCCが撤廃される可能性もある。

リスク・シナリオB(確率10%)では、海外経済の悪化などにより、23年後半に日銀が景気や物価の先行きに慎重姿勢を強めるケースを想定する。この場合、YCCの修正・撤廃ならびにマイナス付利の撤廃はいずれも先送りされよう。

図表 50: 野村の日銀金融政策シナリオ

シナリオ	確率	政策メニュー	政策順序
▼ メイン・シナリオ	60%	1) 長期の政策金利のターゲットを10年国債利回りから5年や2年などに短縮 2) 多角的な政策レビューの結果を公表 3) マイナス付利とYCCを撤廃、短期の市場金利を操作目標とする政策運営へ	→ 2023年6月会合以降 → 2024年前半の公表を想定 → 2024年前半以降
▼ リスク・シナリオ A (2023年後半に安定的な2%インフレが持続しうると判断し、早期のYCCの撤廃へ)	30%	1) 長期の政策金利のターゲットを10年国債利回りから5年や2年などに短縮 2) マイナス付利とYCCを撤廃、短期の市場金利を操作目標とする政策運営へ (1で示したYCCの修正のプロセスなしに2が行われる可能性もある) 3) 多角的な政策レビューの結果を公表	→ 2023年6月会合以降 → 2023年7～10月 → 2024年前半の公表を想定
▼ リスク・シナリオ B (海外経済の悪化などにより、日本の景気も鈍化、物価・賃金上昇の持続性が確認されない)	10%	1) 長期の政策金利のターゲットを10年国債利回りから5年や2年などに短縮 2) 多角的な政策レビューの結果を公表 3) マイナス付利とYCCを撤廃、短期の市場金利を操作目標とする政策運営へ	→ 2024年前半以降 → 2024年前半の公表を想定 → 2024年後半以降

出所: 野村作成

経済見通し

(12) 日本経済見通し

図表 51: 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				25年	
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	294911	295501	297232	300848	303170	304217	304205	304844	304885	304885	304878
(前期比 %)	0.0	0.2	0.6	1.2	0.8	0.3	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
(前年同期比 %)	3.6	0.9	2.6	2.1	2.8	2.9	2.3	1.3	0.6	0.2	0.2
民間住宅投資	17796	17822	17856	18065	18057	17966	17929	17847	17761	17656	17558
(前期比 %)	-0.5	0.1	0.2	1.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
(前年同期比 %)	-5.3	-3.9	-1.9	1.0	1.5	0.8	0.4	-1.2	-1.6	-1.7	-2.1
民間企業設備投資	90149	89555	90388	90655	91596	92492	93394	94260	94744	95144	95470
(前期比 %)	1.5	-0.7	0.9	0.3	1.0	1.0	1.0	0.9	0.5	0.4	0.3
(前年同期比 %)	4.0	2.6	4.2	2.1	1.6	3.3	3.3	4.0	3.4	2.9	2.2
民間在庫投資	3039	286	763	763	763	763	763	763	763	763	763
(前期比寄与度 %ポイント)	0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	118976	119208	119197	117487	117418	117693	117217	117505	117828	118171	118520
(前期比 %)	0.0	0.2	0.0	-1.4	-0.1	0.2	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
(前年同期比 %)	0.3	1.5	0.9	-1.2	-1.3	-1.3	-1.7	0.0	0.3	0.4	1.1
公的固定資本投資	26710	26772	27422	26821	26544	26678	26316	26384	26711	26369	25967
(前期比 %)	1.1	0.2	2.4	-2.2	-1.0	0.5	-1.4	0.3	1.2	-1.3	-1.5
(前年同期比 %)	-4.8	-2.4	4.5	1.5	-0.6	-0.4	-4.0	-1.6	0.6	-1.2	-1.3
公的在庫投資	-255	-53	-83	-83	-83	-83	-83	-83	-83	-83	-83
(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	-3773	-1502	-3509	-1389	-2200	-2697	-1885	-1720	-1819	-1809	-1969
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.6	0.4	-0.3	0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	109223	111451	106815	108647	108539	108802	109562	110006	110456	110874	111301
(前期比 %)	2.5	2.0	-4.2	1.7	-0.1	0.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
(前年同期比 %)	5.9	7.3	1.6	1.9	-0.6	-2.4	2.6	1.3	1.8	1.9	1.6
輸入	112997	112953	110324	110036	110739	111499	111447	111725	112275	112683	113269
(前期比 %)	5.6	0.0	-2.3	-0.3	0.6	0.7	0.0	0.2	0.5	0.4	0.5
(前年同期比 %)	10.9	10.4	4.2	2.8	-2.0	-1.3	1.0	1.5	1.4	1.1	1.6
実質国内総生産	546885	546814	548968	552898	555023	556813	557660	559624	560631	560954	560976
(前期比 %)	-0.2	0.0	0.4	0.7	0.4	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.0
(前期比年率)	-1.0	-0.1	1.6	2.9	1.5	1.3	0.6	1.4	0.7	0.2	0.0
(前年同期比 %)	1.6	0.4	1.3	0.8	1.5	1.8	1.6	1.2	1.0	0.7	0.6
GDPデフレーター	101.4	102.5	103.8	104.7	105.3	106.1	106.0	106.1	106.3	106.7	106.7
(前年同期比 %)	-0.4	1.2	2.0	2.7	3.8	3.5	2.1	1.4	1.0	0.6	0.6
鉱工業生産 (2015年=100)	98.5	95.5	93.8	95.1	96.7	97.6	97.9	98.7	99.4	99.6	99.6
(前期比 %)	5.8	-3.0	-1.8	1.4	1.7	1.0	0.2	0.9	0.7	0.2	0.0
(前年同期比 %)	4.2	-0.2	-1.4	2.2	-1.8	2.2	4.4	3.8	2.8	2.0	1.8
完全失業率 (%)	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2

注: 1. 断りがない限り、単位は10億円。比率、失業率は%。2. 2023年1-3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 52: 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	23年度 (予)	24年度 (予)	20暦年	21暦年	22暦年	23暦年 (予)	24暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	284377 -5.1	288680 1.5	295675 2.4	303191 2.5	304943 0.6	286740 -4.7	287893 0.4	293807 2.1	301451 2.6	304775 1.1
民間住宅投資 (前年比 %)	18853 -7.6	18649 -1.1	17837 -4.4	18003 0.9	17703 -1.7	19012 -7.9	18797 -1.1	17924 -4.6	17985 0.3	17795 -1.1
民間企業設備投資 (前年比 %)	85417 -5.7	87182 2.1	89774 3.0	92120 2.6	94949 3.1	86514 -4.9	87169 0.8	88757 1.8	91274 2.8	94364 3.4
民間在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	-763 -0.3	1194 0.4	1701 0.1	812 -0.2	812 0.0	-1103 -0.5	43 0.2	2448 0.5	812 -0.3	812 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	113940 2.7	117817 3.4	119078 1.1	117457 -1.4	118009 0.5	113109 2.4	117047 3.5	118817 1.5	117953 -0.7	117682 -0.2
公的固定資本投資 (前年比 %)	29462 4.9	27563 -6.4	26851 -2.6	26563 -1.1	26330 -0.9	29070 3.4	28532 -1.9	26527 -7.0	26870 1.3	26427 -1.6
公的在庫投資 <前年比寄与度 %ポイント>	-94 0.0	-67 0.0	-113 0.0	-77 0.0	-77 0.0	-67 0.0	-84 0.0	-109 0.0	-77 0.0	-77 0.0
純輸出 <前年比寄与度 %ポイント>	-4092 -0.6	499 0.8	-2292 -0.6	-2060 0.0	-1842 0.0	-4732 -0.8	1215 1.0	-1595 -0.6	-2467 -0.2	-1821 0.1
輸出 (前年比 %)	92401 -9.9	103884 12.4	108481 4.4	108823 0.3	110597 1.6	91877 -11.6	102787 11.9	108069 5.1	108135 0.1	110161 1.9
輸入 (前年比 %)	96492 -6.3	103385 7.1	110773 7.1	110884 0.1	112440 1.4	96609 -6.8	101573 5.1	109664 8.0	110602 0.9	111982 1.2
実質国内総生産 (前年比 %)	527376 -4.1	541037 2.6	547749 1.2	555651 1.4	560578 0.9	528895 -4.3	540310 2.2	545962 1.0	553457 1.4	559741 1.1
GDPデフレーター (前年比 %)	101.9 0.7	101.8 -0.2	102.5 0.7	105.5 2.9	106.4 0.9	101.9 0.9	101.7 -0.2	101.9 0.2	105.0 3.0	106.3 1.2
鉱工業生産(2015年=100) (前年比 %)	90.3 -9.6	95.5 5.8	95.3 -0.2	96.8 1.6	99.4 2.6	90.6 -10.4	95.7 5.6	95.6 -0.1	95.8 0.2	98.9 3.2
完全失業率 (%)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3	2.8	2.8	2.6	2.6	2.3

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 53: 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				25年	
	7-9	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	310111	312971	318258	324244	328881	333094	333127	333915	334738	336124	335916
(前期比 %)	0.4	0.9	1.7	1.9	1.4	1.3	0.0	0.2	0.2	0.4	-0.1
(前年同期比 %)	6.6	4.5	5.6	4.9	6.1	6.4	4.7	3.0	1.8	0.9	0.8
民間住宅投資	21187	21201	21125	21038	20753	20533	20415	20266	20165	20055	19950
(前期比 %)	0.0	0.1	-0.4	-0.4	-1.4	-1.1	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
(前年同期比 %)	0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-2.0	-3.1	-3.4	-3.7	-2.8	-2.3	-2.3
民間企業設備投資	96749	96890	97853	97714	97886	97945	98356	98721	98677	99084	99414
(前期比 %)	2.6	0.1	1.0	-0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.0	0.4	0.3
(前年同期比 %)	8.6	7.1	7.7	3.7	1.2	1.1	0.5	1.0	0.8	1.2	1.1
民間在庫投資	3811	668	724	790	790	790	790	790	790	790	790
(前期比寄与度 %ポイント)	0.1	-0.6	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	122000	122585	123096	122161	122917	124386	123930	124298	124962	125875	126203
(前期比 %)	1.6	0.5	0.4	-0.8	0.6	1.2	-0.4	0.3	0.5	0.7	0.3
(前年同期比 %)	2.0	3.3	2.5	1.7	0.8	1.5	0.7	1.7	1.7	1.2	1.8
公的固定資本投資	30131	30362	31060	30396	29830	29758	29301	29576	30010	29595	29204
(前期比 %)	2.1	0.8	2.3	-2.1	-1.9	-0.2	-1.5	0.9	1.5	-1.4	-1.3
(前年同期比 %)	-0.1	1.9	7.9	3.0	-1.0	-2.0	-5.7	-2.7	0.6	-0.5	-0.3
公的在庫投資	-866	-29	-30	-83	-83	-83	-83	-83	-83	-83	-83
(前期比寄与度 %ポイント)	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	-28620	-24245	-22005	-17649	-16792	-15891	-14482	-13774	-13416	-13021	-12838
(前期比寄与度 %ポイント)	-1.8	0.8	0.4	0.8	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
輸出	125082	128058	119296	121558	120136	119029	119559	119727	120037	120511	121112
(前期比 %)	5.6	2.4	-6.8	1.9	-1.2	-0.9	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5
(前年同期比 %)	23.7	21.7	9.1	2.6	-4.0	-7.1	0.2	-1.5	-0.1	1.2	1.3
輸入	153703	152303	141302	139207	136928	134921	134041	133501	133453	133532	133950
(前期比 %)	12.2	-0.9	-7.2	-1.5	-1.6	-1.5	-0.7	-0.4	0.0	0.1	0.3
(前年同期比 %)	46.2	34.4	14.9	1.7	-10.9	-11.4	-5.1	-4.1	-2.5	-1.0	-0.1
名目国内総生産	554502	560402	570080	578612	584182	590532	591355	593710	595844	598419	598556
(前期比 %)	-0.8	1.1	1.7	1.5	1.0	1.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.0
(前期比年率)	-3.1	4.3	7.1	6.1	3.9	4.4	0.6	1.6	1.4	1.7	0.1
(前年同期比 %)	1.2	1.6	3.4	3.6	5.3	5.2	3.7	2.7	2.0	1.3	1.2
国内企業物価(2020年=100)	115.9	119.0	119.7	116.3	113.5	112.0	111.3	110.8	110.6	110.5	110.6
(前期比 %)	2.0	2.7	0.6	-2.8	-2.4	-1.3	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	0.1
(前年同期比 %)	9.6	10.0	8.4	2.4	-2.1	-5.9	-7.0	-4.8	-2.5	-1.3	-0.6
消費者物価指数(総合)(2020年=100)	102.7	103.9	104.4	105.2	106.0	107.2	107.2	107.3	107.6	108.1	108.0
(前期比)	0.9	1.1	0.5	0.8	0.8	1.1	0.0	0.0	0.3	0.5	-0.1
(前年同期比)	2.9	3.9	3.6	3.3	3.1	3.0	2.6	2.0	1.5	0.8	0.8
消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)(2020年=100)	102.5	103.8	104.1	104.9	105.7	106.9	106.9	107.0	107.3	107.8	107.7
(前期比 %)	1.1	1.2	0.4	0.7	0.8	1.1	0.0	0.0	0.3	0.5	-0.1
(前年同期比 %)	2.7	3.8	3.5	3.4	3.1	3.0	2.6	2.0	1.5	0.8	0.8

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. 2023年1-3月期までは実績、それ以降は野村予測。4. 四半期の額、指数は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

出所: 内閣府、日本銀行、総務省資料より野村作成

図表 54: 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	23年度 (予)	24年度 (予)	20暦年	21暦年	22暦年	23暦年 (予)	24暦年 (予)
民間最終消費支出 (前年比 %)	288502 -5.1	296323 2.7	312663 5.5	329944 5.5	335256 1.6	291149 -4.3	293985 1.0	308462 4.9	326263 5.8	334566 2.5
民間住宅投資 (前年比 %)	19869 -7.1	21129 6.3	21178 0.2	20680 -2.3	20107 -2.8	20017 -7.0	20828 4.0	21216 1.9	20855 -1.7	20222 -3.0
民間企業設備投資 (前年比 %)	86034 -6.1	90084 4.7	96533 7.2	97999 1.5	99001 1.0	87156 -5.1	89270 2.4	94563 5.9	97858 3.5	98704 0.9
民間在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-960 -0.3	1122 0.4	2157 0.2	787 -0.2	787 0.0	-1300 -0.5	135 0.3	2942 0.5	770 -0.4	787 0.0
政府最終消費支出 (前年比 %)	113798 1.8	118968 4.5	121915 2.5	123361 1.2	125338 1.6	113194 1.7	117711 4.0	121198 3.0	123164 1.6	124799 1.3
公的固定資本投資 (前年比 %)	30839 5.3	29807 -3.3	30317 1.7	29772 -1.8	29573 -0.7	30386 4.2	30510 0.4	29688 -2.7	30260 1.9	29600 -2.2
公的在庫投資 (前年比寄与度 %ポイント)	-101 0.0	-90 0.0	-255 0.0	-85 0.0	-85 0.0	-70 0.0	-108 0.0	-261 0.0	-85 0.0	-85 0.0
純輸出 (前年比寄与度 %ポイント)	-408 0.3	-6679 -1.2	-23312 -3.0	-16221 1.3	-13261 0.5	-1451 0.0	-2877 -0.3	-21249 -3.3	-18078 0.6	-13669 0.8
輸出 (前年比 %)	84403 -11.8	103819 23.0	122700 18.2	120002 -2.2	120291 0.2	83824 -14.0	100156 19.5	120233 20.0	119937 -0.2	119905 0.0
輸入 (前年比 %)	84811 -13.2	110497 30.3	146012 32.1	136223 -6.7	133552 -2.0	85275 -13.9	103033 20.8	141482 37.3	138014 -2.5	133574 -3.2
名目国内総生産 (前年比 %)	537573 -3.5	550664 2.4	561197 1.9	586237 4.5	596715 1.8	539082 -3.4	549453 1.9	556558 1.3	581006 4.4	594922 2.4
国内企業物価(2020年=100) (前年比 %)	99.9 -1.5	107.0 7.1	117.1 9.4	113.3 -3.3	110.6 -2.3	100.0 -1.2	104.6 4.6	114.7 9.7	115.4 0.5	110.8 -4.0
消費者物価指数(総合)(2020年=100) (前年比 %)	99.9 -0.2	100.0 0.1	103.2 3.2	106.2 3.0	107.6 1.3	100.0 0.0	99.8 -0.2	102.3 2.5	105.6 3.3	107.4 1.7
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	103.0 3.0	106.1 3.0	107.4 1.3	100.0 -0.2	99.8 -0.2	102.1 2.3	105.4 3.2	107.2 1.7

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 55: 国際収支

(単位: 億円)

	2022年		2023年				2024年				2025年	
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)
[原系列]												
経常収支	23,464	24,165	19,198	25,430	30,706	52,425	32,613	42,044	35,305	59,001	41,246	47,433
貿易・サービス収支	-51,680	-72,483	-57,002	-52,202	-43,816	-35,101	-30,566	-33,188	-34,127	-26,604	-23,208	-29,075
貿易収支	-37,270	-54,544	-46,386	-42,402	-29,391	-25,788	-20,592	-28,149	-22,656	-20,717	-15,812	-25,473
輸出	240,521	255,453	267,682	232,551	236,520	238,737	245,243	230,053	230,443	235,689	246,123	231,521
(前年比)	(19.1%)	(23.5%)	(19.7%)	(3.8%)	(-1.7%)	(-6.5%)	(-8.4%)	(-1.1%)	(-2.6%)	(-1.3%)	(0.4%)	(0.6%)
輸入	277,791	309,997	314,068	274,953	265,911	264,525	265,835	258,202	253,099	256,406	261,935	256,994
(前年比)	(44.2%)	(49.9%)	(37.1%)	(13.0%)	(-4.3%)	(-14.7%)	(-15.4%)	(-6.1%)	(-4.8%)	(-3.1%)	(-1.5%)	(-0.5%)
サービス収支	-14,411	-17,938	-10,616	-9,800	-14,425	-9,313	-9,974	-5,039	-11,470	-5,887	-7,396	-3,601
第一次所得収支	79,289	102,400	83,108	90,794	76,550	91,726	66,558	80,460	71,459	89,805	67,832	81,734
第二次所得収支	-4,145	-5,753	-6,907	-13,162	-2,028	-4,200	-3,379	-5,227	-2,028	-4,200	-3,379	-5,227
資本移転等収支	265	-464	-510	-1,015	-431	-605	-640	-673	-587	-626	-632	-630
金融収支	1,066	14,348	-1,248	73,547	30,275	51,820	31,973	41,372	34,717	58,375	40,614	46,803
(うち外貨準備)	1,225	-20,886	-52,270	7,060	-849	-7,832	-10,313	-11,981	-13,867	-12,865	-7,235	-9,278
誤差脱漏	-22,662	-9,352	-19,936	49,132	0	0	0	0	0	0	0	0
[季節調整系列]												
経常収支	32,065	10,329	24,690	25,416	39,428	38,738	38,133	42,012	44,118	45,341	46,657	47,438
貿易・サービス収支	-47,729	-75,113	-61,776	-50,746	-39,744	-37,583	-35,311	-31,751	-29,963	-29,059	-28,062	-27,599
貿易収支	-36,917	-55,731	-51,616	-37,552	-28,917	-26,826	-25,793	-23,317	-22,092	-21,728	-21,122	-20,603
輸出	245,697	255,149	256,583	238,078	241,610	238,453	235,075	235,521	235,402	235,408	235,918	237,024
(前期比)	(6.9%)	(3.8%)	(0.6%)	(-7.2%)	(1.5%)	(-1.3%)	(-1.4%)	(0.2%)	(-0.1%)	(0.0%)	(0.2%)	(0.5%)
輸入	282,614	310,880	308,199	275,630	270,528	265,279	260,867	258,838	257,493	257,136	257,040	257,627
(前期比)	(14.3%)	(10.0%)	(-0.9%)	(-10.6%)	(-1.9%)	(-1.9%)	(-1.7%)	(-0.8%)	(-0.5%)	(-0.1%)	(-0.0%)	(0.2%)
サービス収支	-10,812	-19,382	-10,160	-13,194	-10,826	-10,757	-9,518	-8,433	-7,871	-7,331	-6,940	-6,995
第一次所得収支	85,649	90,733	93,732	87,835	82,910	80,059	77,182	77,501	77,819	78,138	78,456	78,775
第二次所得収支	-5,855	-5,291	-7,266	-11,673	-3,738	-3,738	-3,738	-3,738	-3,738	-3,738	-3,738	-3,738

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度 (予)	2024年度 (予)	2019暦年	2020暦年	2021暦年	2022暦年	2023暦年 (予)	2024暦年 (予)
経常収支	186,713	169,458	201,522	92,257	157,788	182,984	192,513	159,916	215,363	115,467	141,174	177,596
(ドル建て: 億ドル)	1719	1604	1800	684	1261	1525	1,766	1,500	1,971	910	1,103	1,480
(対名目GDP比)	(3.4%)	(3.2%)	(3.7%)	(1.6%)	(2.7%)	(3.1%)	(3.5%)	(3.0%)	(3.9%)	(2.1%)	(2.4%)	(3.0%)
貿易・サービス収支	-13,548	2,571	-64,203	-233,367	-142,672	-113,013	-9,318	-8,772	-24,835	-211,638	-161,685	-117,126
貿易収支	3,753	37,852	-15,432	-180,602	-103,920	-84,659	1,503	27,778	17,623	-157,436	-118,173	-87,335
輸出	746,693	683,634	856,373	996,207	950,553	943,775	757,751	672,628	823,526	987,688	953,051	942,307
(前年比)	(-7.0%)	(-8.4%)	(25.3%)	(16.3%)	(-4.6%)	(-0.7%)	(-6.7%)	(-11.2%)	(22.4%)	(19.9%)	(-3.5%)	(-1.1%)
輸入	742,941	645,782	871,806	1,176,809	1,054,473	1,028,434	756,250	644,850	805,904	1,145,124	1,071,224	1,029,642
(前年比)	(-6.8%)	(-13.1%)	(35.0%)	(35.0%)	(-10.4%)	(-2.5%)	(-5.6%)	(-14.7%)	(25.0%)	(42.1%)	(-6.5%)	(-3.9%)
サービス収支	-17,302	-35,282	-48,771	-52,765	-38,752	-28,354	-10,821	-36,551	-42,458	-54,202	-43,513	-29,792
第一次所得収支	215,077	194,710	290,083	355,591	315,294	310,831	215,531	194,387	263,788	351,857	325,628	309,556
第二次所得収支	-14,817	-27,821	-24,359	-29,967	-14,834	-14,834	-13,700	-25,698	-23,590	-24,753	-22,769	-14,834
資本移転等収支	-4,605	-2,091	-3,707	-1,724	-2,349	-2,475	-4,131	-2,073	-4,232	-1,144	-2,691	-2,518
金融収支	204,567	133,151	180,787	87,713	155,439	180,509	248,623	141,251	168,377	64,921	187,614	175,078
(うち外貨準備)	20,771	12,804	62,011	-64,871	-30,975	-43,245	28,039	11,979	68,898	-70,572	-11,935	-45,948
誤差脱漏	22,460	-34,219	-17,027	-2,818	0	0	60,243	-16,595	-42,754	-49,399	49,132	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. 2023年1-3月期までは実績、それ以降は野村予測。3. ドル建ての計数はドル円レートで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 56: 一般会計

年度	(単位: 兆円)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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	144.6	139.2	115.9	114.4
[歳出]										
一般歳出	59.0	60.1	60.0	60.4	63.0	136.4	102.0	97.6	74.2	71.7
社会保障関係費	31.4	32.2	32.5	32.6	33.5	43.0	50.2	40.9	36.9	37.4
公共事業関係費	6.4	6.7	6.9	6.9	7.6	8.4	8.6	8.1	7.6	8.6
防衛関係費	5.1	5.1	5.3	5.5	5.6	5.5	6.0	5.8	10.2	11.2
地方交付税交付金	16.7	15.2	15.4	15.9	15.6	16.0	19.1	17.3	16.2	16.2
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	24.6	24.1	25.3	26.3
国債費比率(%)	22.9	22.6	23.0	22.8	22.0	15.1	17.0	17.3	21.8	22.9
[歳入]										
一般会計歳入	102.2	102.8	103.6	105.7	109.2	184.6	169.4	139.2	115.9	114.4
租税及印紙収入	56.3	55.5	58.8	60.4	58.4	60.8	67.0	68.3	69.4	70.8
所得税	17.8	17.6	18.9	19.9	19.2	19.2	21.4	22.0	21.0	21.8
法人税	10.8	10.3	12.0	12.3	10.8	11.2	13.6	13.8	14.6	14.9
消費税	17.4	17.2	17.5	17.7	18.4	21.0	21.9	22.2	23.4	23.8
その他税収等	10.2	10.3	10.4	10.5	10.1	9.4	10.1	10.4	10.4	10.4
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	44.7	8.4	9.3	8.4
国債発行額	34.9	38.0	33.6	34.4	36.6	108.6	57.7	62.5	37.1	35.2
国債依存度(%)	34.2	37.0	32.4	32.5	33.5	58.8	34.0	44.9	32.0	30.7
対GDP比(%)	6.5	7.0	6.0	6.2	6.6	20.2	10.5	11.1	6.3	5.9
(名目GDP、兆円)	540.7	544.8	555.7	556.6	556.8	537.6	550.7	561.2	586.2	596.7
財政投融资計画	14.6	13.5	15.1	14.5	13.1	40.9	18.9	18.9	16.3	-
地方財政計画	85.3	85.8	86.6	86.9	89.6	90.7	89.8	90.6	92.0	-

注: 1. 一般会計は2021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 57: 部門別資金過不足

(単位:兆円)

年度	2015	16	17	18	19	20	21	22(予)	23(予)	24(予)
家計	3.7	7.2	5.8	9.5	15.9	44.6	29.4	12.4	2.3	2.3
(GDP比 %)	(0.7)	(1.3)	(1.0)	(1.7)	(2.8)	(8.3)	(5.3)	(2.2)	(0.4)	(0.4)
非金融法人企業	31.4	28.9	25.2	15.6	12.8	14.6	12.4	20.5	15.5	16.1
(GDP比 %)	(5.8)	(5.3)	(4.5)	(2.8)	(2.3)	(2.7)	(2.3)	(3.7)	(2.6)	(2.7)
一般政府	-19.3	-18.9	-16.3	-13.1	-17.3	-53.9	-32.6	-35.1	-16.7	-15.7
(GDP比 %)	(-3.6)	(-3.5)	(-2.9)	(-2.4)	(-3.1)	(-10.0)	(-5.9)	(-6.3)	(-2.9)	(-2.6)
海外	-17.6	-21.4	-22.1	-19.2	-18.2	-16.5	-19.9	-8.9	-15.5	-18.0
(GDP比 %)	(-3.3)	(-3.9)	(-4.0)	(-3.5)	(-3.3)	(-3.1)	(-3.6)	(-1.6)	(-2.6)	(-3.0)
金融機関	1.7	1.6	3.8	5.7	6.7	9.1	10.6	11.2	14.4	15.3
(GDP比 %)	(0.3)	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.2)	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(2.5)	(2.6)

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 58: マネーストック

(単位: %)

	2022		2023				2024				2025
	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)
マネーストック (M2)	3.4	3.0	2.6	2.4	2.6	3.0	3.1	2.3	2.3	2.4	2.7
実質マネーストック (M2)	3.8	1.9	0.5	-0.2	-1.2	-0.4	1.0	0.9	1.3	1.8	2.0
マーシャルのk	1.70	1.70	1.71	1.72	1.72	1.73	1.73	1.74	1.75	1.75	1.76

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 59: 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、%)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
全世界	3.2	2.5	2.5	8.0	5.1	3.3			
先進国	2.6	0.9	0.6	7.5	4.7	2.0			
新興国	3.7	3.7	3.8	8.4	5.4	4.3			
米州	2.5	1.0	0.3	8.2	4.6	2.7			
米国	2.1	1.0	-0.2	8.0	4.0	2.2	4.375	5.125	3.375
カナダ	3.4	1.0	0.5	6.8	3.8	2.0	4.25	4.50	2.50
ラテンアメリカ	3.4	1.1	1.7	9.0	6.4	4.2			
ブラジル	2.9	0.9	1.6	9.3	5.3	4.2			
チリ	2.4	-0.6	2.2	11.6	8.1	3.9			
コロンビア	7.5	1.1	2.2	10.2	11.7	5.5			
メキシコ	3.1	1.5	1.5	7.9	5.9	4.0			
ペルー	2.7	2.0	2.6	7.9	6.4	3.4			
アジア・太平洋地域	3.8	4.4	4.1	3.6	2.5	2.5			
日本	1.0	1.4	1.1	2.5	3.3	1.7	-0.10	-0.10	0.00
豪州	3.7	0.9	1.3	6.6	5.8	3.3	3.10	4.10	3.10
ニュージーランド(NZ)	2.2	-1.0	2.0	7.2	7.1	3.2	4.25	5.00	3.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	4.1	4.8	4.5	3.6	2.3	2.6			
中国	3.0	5.5	4.2	2.0	0.8	2.0	2.00	1.90	1.90
香港	-3.5	6.0	2.6	1.9	2.3	2.3	4.75	5.50	3.75
インド	6.7	5.0	5.7	6.7	5.1	4.5	6.25	6.00	5.75
インドネシア	5.3	4.7	5.5	4.2	4.0	2.9	5.50	5.75	4.75
マレーシア	8.7	4.2	4.1	3.4	2.6	2.1	2.75	3.00	3.00
フィリピン	7.6	5.5	6.3	5.8	5.3	3.1	5.50	6.25	5.00
シンガポール	3.6	1.1	2.8	6.1	4.6	2.2	3.03	3.00	2.75
韓国	2.6	-0.1	1.5	5.1	2.7	1.4	3.25	2.75	1.50
台湾	2.5	1.6	2.9	3.0	2.2	1.4	1.75	1.88	1.88
タイ	2.6	4.0	3.7	6.1	1.8	1.6	1.25	2.00	2.00
欧州先進国	3.6	0.6	1.2	8.5	5.8	1.8			
ユーロ圏	3.5	0.6	1.2	8.4	5.6	1.7	2.00	3.75	3.25
フランス	2.6	0.7	1.3	5.9	5.7	1.7	2.00	3.75	3.25
ドイツ	1.9	-0.1	1.2	8.6	6.6	2.2	2.00	3.75	3.25
イタリア	3.8	0.9	0.9	8.7	5.9	0.8	2.00	3.75	3.25
スペイン	5.5	2.0	1.9	8.3	3.6	2.5	2.00	3.75	3.25
英国	4.1	0.3	1.0	9.0	6.9	2.5	3.50	4.75	3.75
その他新興国(EEMEA)	2.2	0.6	2.3	28.2	18.1	11.7			
チェコ	2.5	0.0	2.5	15.1	10.6	2.8			
ハンガリー	4.8	0.3	2.9	14.5	18.1	4.8			
ポーランド	4.9	0.7	2.7	14.3	12.8	6.3			
ルーマニア	4.9	2.4	3.5	13.8	10.3	5.3			
南アフリカ	2.1	0.4	1.5	6.9	5.9	4.8			
トルコ	5.4	2.6	3.0	72.0	46.0	30.1			
ロシア	-2.1	-1.3	1.5	13.8	5.8	5.0			
イスラエル	6.4	2.9	3.5	4.4	4.0	2.7			

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83%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、23年83.6ドル/バレル、24年78.6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(22年は4.25%~4.50%、23年は5.00~5.25%、24年は3.25~3.50%)の中心値。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. 太字は実績。8. 2023年5月19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：信用の引き締まりが中期的な物価の重しに

銀行破綻を受けた信用収縮懸念が主な不確実性要因となり、野村では連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ局面は終了したとみている。

景気動向

企業による労働力の困い込みや旺盛なサービス需要が労働市場を支える一方、超過貯蓄が消費支出を支えている。しかし、金融の安定が懸念されることは信用供給や経済活動の見通しに影を落としている。超過貯蓄を含む景気の支援要因が剥落するにつれて、金融政策引き締めと銀行の信用供給縮小を通じた金融環境引き締まりの影響が遅れて現れることで、2023年後半には景気後退入りする可能性が高い。23年7-9月期から24年1-3月期にかけて3四半期連続で前期比マイナス成長となると想定している。また、23年7-9月期には雇用者数が純減に転じ、失業率は23年10-12月期に4.2%、24年10-12月期には5.4%まで上昇すると予想する。24年4-6月期から景気は緩やかに回復し始めるとみている。

物価動向

最近のデータから、インフレ圧力は我々の当初想定以上に持続的であることが示唆される。家賃(借家賃料+持家帰属家賃)インフレについては、長らく待ち望まれていた減速がついに始まったように見えるが、住居費を除くコアサービスインフレ率は堅調な上昇を続けている。ただし、長期的にみれば、金融システムの緊張はデスインフレ(インフレ減速)につながるが多い。我々は23年後半から景気後退を予想しており、銀行セクターの問題から金融環境が引き締まることでインフレが緩和され、住居費を除くコアサービスインフレ率も徐々に減速しよう。その結果、コア個人消費支出(PCE)インフレ率も次第に低下し、24年末にはFRBの目標である前年比+2%に近づく見通しである。

政策動向

我々は政策金利がピークに到達したと考えており、銀行セクターの問題による信用引き締めの影響が予想されることから、足元の引き締めが行き過ぎた可能性がある。連邦準備制度理事会(FRB)は、政策金利をより長期に高く維持する戦略を選択するとみられ、インフレの再燃リスクがなくなり、失業率が大幅に上昇し始めるまで、政策金利をピーク水準に維持する可能性が高い。したがって、我々は年内の利下げはないとみている。利下げ開始は24年3月からとなり、連邦公開市場委員会(FOMC)会合ごとに0.25%ポイントの利下げ実施を見込んでいる。しかし、いつになく高い不確実性があり、銀行セクターの問題が信用供給やインフレ率に及ぼす影響の程度次第では、FRBが利下げを前倒しする可能性がある。一方、下院共和党が連邦債務上限の引き上げと引き換えに歳出削減を求めているため、我々は24財政年度(23年10月～24年9月)の連邦政府の裁量支出がある程度削減されると予想している。

リスク要因

野村の経済見通しを巡るリスクは下振れ方向に傾いている。銀行セクターの問題に起因する信用供給への逆風が金融システム全体に波及する場合、野村の想定以上に成長と物価の重しとなる可能性があり、景気後退入り及早まることも考えられる。また、インフレ率が予想より早く減速し始める可能性がある一方、家賃を除くコアサービスインフレが下げ渋ったりサプライチェーンの途絶が再発したりすればインフレの上振れリスクとなる。雇用市場が底堅さを維持すれば成長の上振れリスクとなる。

図表 60: 米国経済見通し要約表

(%)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2022年	2023年	2024年
実質GDP(前期比年率)	-1.6	-0.6	3.2	2.6	1.1	0.6	-1.1	-1.2	-0.4	0.5	0.9	1.2	2.1	1.0	-0.2
(前期比)	-0.4	-0.1	0.8	0.6	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.3			
個人消費(前期比年率)	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7	2.1	-0.3	-1.2	-0.8	-0.2	0.1	0.5	2.7	1.8	-0.3
非住宅固定投資(前期比年率)	7.9	0.1	6.2	4.0	0.7	2.0	-1.4	-4.5	-2.2	0.9	1.5	2.1	3.9	1.6	-1.0
住宅投資(前期比年率)	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-4.2	-5.7	1.3	6.6	7.4	7.8	7.5	7.5	-10.6	-11.7	5.7
政府支出(前期比年率)	-2.3	-1.6	3.7	3.8	4.7	1.3	1.2	-0.2	0.7	0.7	1.2	1.3	-0.6	2.6	0.8
輸出(前期比年率)	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.8	0.6	1.0	2.5	2.8	4.0	4.2	4.3	7.1	3.4	2.9
輸入(前期比年率)	18.4	2.3	-7.3	-5.5	2.9	2.2	-0.5	-0.8	1.6	3.2	4.0	4.7	8.1	-0.9	1.7
GDPへの寄与度(%ポイント)															
最終需要	-1.8	1.3	4.4	1.1	3.3	1.4	0.1	-0.8	-0.4	0.4	0.7	1.0	1.3	2.0	0.0
純輸出	-3.1	1.2	2.9	0.4	0.1	-0.3	0.2	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	0.5	0.1
在庫投資	0.2	-1.9	-1.2	1.5	-2.3	-0.8	-1.2	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.7	-1.0	-0.2
失業率(%)	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.3	3.5	4.2	4.8	5.2	5.3	5.4	3.6	3.6	5.2
非農業部門雇用者数(千人)	561	329	423	284	345	175	-53	-305	-210	-77	0	60	399	40	-57
住宅着工件数 (季節調整済み年率、千戸)	1,720	1,647	1,450	1,398	1,395	1,226	1,202	1,185	1,188	1,234	1,307	1,369	1,554	1,252	1,275
消費者物価(前年比)	8.0	8.6	8.3	7.1	5.8	4.1	3.3	2.9	2.5	2.2	2.1	2.0	8.0	4.0	2.2
コア消費者物価	6.3	6.0	6.3	6.0	5.6	5.2	4.4	3.7	3.1	2.6	2.3	2.2	6.1	4.7	2.5
個人消費支出(PCE)インフレ率	6.4	6.6	6.3	5.7	4.9	3.7	3.2	2.8	2.3	2.1	2.0	1.9	6.3	3.6	2.1
コアPCEインフレ率	5.3	5.0	4.9	4.8	4.7	4.4	3.9	3.4	2.7	2.3	2.1	2.0	5.0	4.1	2.3
連邦財政収支(対GDP比%)													-5.5	-5.2	-5.9
経常収支(対GDP比%)													-3.7	-3.0	-2.7
FRB証券ポートフォリオ 保有高(兆ドル)	8.40	8.38	8.27	8.04	7.82	7.57	7.33	7.10	6.86	6.86	6.86	6.86	8.04	7.10	6.86
フェデラルファンド(FF)金利 誘導目標中央値	0.375	1.625	3.125	4.375	4.875	5.125	5.125	5.125	4.875	4.375	3.875	3.375	4.375	5.125	3.375
2年物財務省証券利回り	2.28	2.92	4.22	4.41	4.06	4.25	4.06	3.90	3.19	2.80	2.50	2.34	4.41	3.90	2.34
5年物財務省証券利回り	2.42	3.01	4.06	3.99	3.60	3.75	3.50	3.25	3.00	2.80	2.70	2.65	3.99	3.25	2.65
10年物財務省証券利回り	2.32	2.98	3.83	3.88	3.48	3.60	3.00	2.90	2.85	2.80	2.75	2.70	3.88	2.90	2.70

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.住宅着工件数は期中平均。7.太字は実績値、その他は野村予想。2023年5月8日現在。

出所: 米商務省、米労働省、米連邦準備制度理事会(FRB)、ヘイバー・アナリティクス、野村

ユーロ圏経済: ECBは利上げ継続を示唆

野村では、6月と7月に各0.25%ポイントの追加利上げを予想している。景気は持ちこたえており、物価上昇の勢いは強いが、米国銀行セクターを取り巻く暗雲はユーロ圏に下振れリスクをもたらしている。

景気動向

23年1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は速報値で前期比+0.1%となったが、野村および市場コンセンサスを下回った(ブルームバーグ調査の中央値: +0.2%、野村: +0.3%)。今のところ詳細はほとんど明らかになっていないが、フランスとスペインのGDP統計からは、10～12月期に続き、消費支出が低迷する一方、純輸出がプラス寄与したことがうかがえる。景況サーベイ(聞き取り調査)は全般的に改善している。Sentix、ZEW、Ifoの平均で、景況期待は概ね横ばいだが、現状判断は緩やかに回復している。4月のユーロ圏・複合(製造業+サービス業)PMI(購買担当者景気指数)は、ドイツとフランスがけん引し、拡大縮小の分かれ目となる50をさらに上回った。サービス業の生産は主要4ヶ国で力強い拡大を続けている一方、製造業の成長は鈍っており、製造業とサービス業では明らかに景況感の乖離が広がっている。欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁が、5月4日の政策理事会後の記者会見で述べたように「製造業は過去の受注残に対応しているが、将来の見通しは悪化している。一方サービス部門は、特に経済の再開により、より強く成長している」。

物価動向

ユーロ圏の4月のHICP上昇率は予想を上回り、コアHICP上昇率(エネルギー、食料品、酒・たばこを除くHICP)は前年同月比+5.6%と、前月から0.1%ポイントの低下にとどまった。コアHICPは前月比で+1.0%と、4月としては過去最大の上昇を記録したが、サービス価格が主な要因であった(サービス価格は同+1.2%と過去最大の上昇を記録した)。言い換えると、前月比上昇率でみた物価の勢いは弱まっておらず、インフレのけん引役としてサービス価格へのシフトが進んでいると考えられる(企業景況調査でも、製造業の価格が減速する一方、サービス業ではインフレ圧力がなお強いと報告されている)。野村では、HICP上昇率が24年初めにはECBの政策目標(+2%)を下回ると予想しているが、コアインフレはより下方硬直的で、予想期間の終わり(24年末)でも+2%をやや上回る水準で推移するとみている。

政策動向

野村の予想通り、ECBは5月4日の政策理事会で主要政策金利を0.25%ポイント引き上げた。さらに、7月から資産購入プログラム(APP)の保有資産の全額を再投資停止とすることも発表した。ラガルド総裁は記者会見で、利上げ幅を0.25%ポイントに縮小したことは、利上げ休止を意図するものではなく、ECBには「さらになすべきことがある(more ground to cover)」と何度も強調した(ただし、3月の記者会見での「はるかに多くのこと(a lot more ground)」からは格下げされたことに留意したい)。以上から、野村では引き続き、ECBが6月15日および7月27日の政策理事会で0.25%ポイントの追加利上げを実施し、中銀預金金利は最終的に3.75%に到達するとみている。

リスク要因

5月のECB政策理事会後の記者会見で、ラガルド総裁は、複数回の追加利上げを示唆した。しかし、米国の銀行セクターの問題が波及する場合、ECBの利上げが阻止されるリスクもある。野村ではもはやユーロ圏の景気後退入りは予想していないが、利上げや金融環境の引き締めりは経済にダメージをもたらす可能性がある。

図表 61: ユーロ圏経済見通し要約表

(%)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2022年	2023年	2024年
実質GDP (前期比%)	0.6	0.9	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	3.5	0.6	1.2
実質GDP (19年Q4=100)	101.2	102.1	102.5	102.4	102.5	102.6	102.8	102.9	103.3	103.7	104.2	104.6	102.0	102.7	103.9
個人消費	0.1	1.1	0.9	-0.9	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	4.3	-0.5	0.7
総固定資本形成	-0.7	0.9	4.0	-3.5	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	3.8	-0.2	1.6
政府消費	0.1	0.1	-0.1	0.8	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4	1.3	1.6
輸出(財・サービス)	1.4	1.8	1.7	0.0	2.0	-0.5	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	7.2	2.9	0.8
輸入(財・サービス)	-0.6	1.9	4.2	-1.9	1.4	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	8.1	2.1	0.5
GDPへの寄与度(%ポイント)															
国内最終需要	-0.1	0.8	1.3	-1.1	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	3.4	0.0	1.1
在庫投資	-0.2	0.1	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0
純輸出	1.0	0.0	-1.2	0.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.5	0.2
失業率(%)	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.7	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8
雇業者報酬(一人当たり)(前年比)	4.4	4.6	3.9	5.0	4.9	5.3	5.0	4.3	3.9	3.4	3.1	2.9	4.5	4.8	3.3
消費者物価(HICP)(前年比)	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.4	4.9	2.9	2.0	1.7	1.5	1.5	8.4	5.6	1.7
コアHICP上昇率(前年比)	2.6	3.7	4.4	5.0	5.5	5.7	5.3	4.6	3.3	2.9	2.6	2.3	3.9	5.3	2.8
ECB主要リファイナンス金利	0.00	0.00	1.25	2.50	3.50	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	3.75	2.50	4.25	3.75
中銀預金金利	-0.50	-0.50	0.75	2.00	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.25	2.00	3.75	3.25
10年物ドイツ国債利回り	0.55	1.34	2.11	2.57	2.29	2.35	2.35	2.40	2.35	2.50	2.70	2.50	2.57	2.40	2.50
ユーロ/ドル為替レート(ドル)	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.14	1.15	1.16	1.17	1.17	1.18	1.18	1.07	1.16	1.18

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。4.四半期雇業者報酬、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。2023年5月5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

ユーロ圏主要4ヶ国経済：内需の低迷が続く

2023年1～3月期の実質GDP成長率は総じて内需の低迷が続いていることを示した。景況サーベイ(聞き取り調査)はユーロ圏主要4ヶ国が景気後退を回避するとの野村の見方と整合的である。

ドイツ:最近の国内経済指標は、全体としてまだら模様である。23年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比0.0%と予想を下回った(ブルームバーグ調査の中央値: +0.2%、野村: +0.4%)。GDPの1次推計では内訳の数値は公表されていないが、プレスリリースでは消費支出が再び減少したとしている。3月の製造業受注は前月比で11%近く減少し、コロナ禍を除くと過去最大の落ち込みとなった。一方で、労働力調査ベースの失業率は過去最低水準(2.8%)で、複合PMIの雇用指数は過去数ヶ月で小幅上昇し、現在は長期平均を0.5標準偏差上回っている。サービスPMIは明るい状況を示し、生産指数と新規業務指数は、それぞれの長期平均を0.7標準偏差上回っている。それでも、今後数四半期のドイツ経済は他の主要国より低調となると予想している。インフレについては、年内に急低下し、24年半ばには前年比+2%に近づくと予想している。

フランス:23年1～3月期のGDP成長率は前期比+0.2%と、予想に一致した。ただし、基調的な内容は弱く、家計消費支出は横ばいであったが、輸入や政府消費、総固定資本形成は減少した。最近の景況サーベイでは、改善する指標(複合PMI、消費者信頼感)がある一方、悪化するもの(国立統計経済研究所(INSEE)、フランス銀行調査)もあり、まだら模様だった。マクロン大統領の年金改革をめぐる政治的・社会的な混乱を受けて、さらなる大幅な悪化を見込む向きもあったかもしれない。今後については、年内の景気はドイツよりもわずかに堅調に推移するが、インフレ率の低下はより小幅になるとみられる。これは主に、これまでのエネルギー価格上昇の転嫁を抑制してきた政府の政策を背景に、インフレ率の起点がドイツよりも低いためである。

イタリア:23年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と予想を上回った(ブルームバーグ調査の中央値: +0.2%、野村: +0.1%)。プレスリリースによると、「内需要因と外需要因(純輸出)がともに」プラス寄与をもたらした。一方、4月の景況サーベイでは建設業とサービス業は改善したものの、製造業と小売業は悪化し、明暗が分かれた。最新の欧州委員会の調査によると、イタリアの消費者信頼感の前月から小幅低下したが、長期平均を0.3標準偏差下回る程度で、22年の水準を大幅に上回っている。全体的に見て、イタリア経済は主要4ヶ国のなかで軟調に推移すると予想される。インフレ率については、23年は比較的大幅に低下し、23年10～12月期のHICP上昇率(前年比)は、主要4ヶ国中で最も低くなる。

スペイン:23年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と予想を上回った(ブルームバーグ調査の中央値: +0.3%、野村: +0.2%)。しかしそれでも内需は低迷し、消費支出は2四半期連続で減少した((コロナ禍期間を除くと)欧州政府債務危機以来のペースで減少)。景況サーベイが示唆するように、国別ではスペインの成長が主要4ヶ国中で最も堅調に推移するとの野村の見方は変わらない。複合PMIで、生産指数と新規受注・新規業務は順に長期平均を0.6標準偏差と0.8標準偏差上回ったままである。一方、複合PMIの生産期待は過去3ヶ月間ほぼ横ばいだった(長期平均を0.3/0.4標準偏差程度上回っている)。インフレについては、23年4月のHICP上昇率は前年同月比+3.8%と、既に主要4ヶ国中で最低水準となっており、少なくとも23年後半までは同様の状態が続くと予想している。

図表 62: ユーロ圏主要4ヶ国:実質GDP成長率と標準消費者物価(HICP)上昇率

成長率と物価の見通し	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2022年	2023年	2024年
GDP: ドイツ	1.0	-0.1	0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	1.9	-0.1	1.2
フランス	-0.2	0.5	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	2.6	0.7	1.3
イタリア	0.1	1.1	0.4	-0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	3.8	0.9	0.9
スペイン	-0.4	2.5	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	5.5	2.0	1.9
HICP: ドイツ	6.1	8.3	9.4	10.8	8.7	7.4	6.4	3.7	2.8	2.2	2.0	2.0	8.6	6.6	2.2
フランス	4.2	5.9	6.5	7.0	7.0	6.3	5.4	4.2	2.5	1.4	1.4	1.4	5.9	5.7	1.7
イタリア	6.0	7.4	8.9	12.5	9.5	7.8	5.3	1.0	0.3	0.9	1.0	1.0	8.7	5.9	0.8
スペイン	7.9	8.9	10.1	6.5	5.0	3.3	2.4	3.9	2.9	2.8	2.3	1.9	8.3	3.6	2.5

注: 実質GDPについては、四半期の数字は前期比、通年の数値は前年比。標準消費者物価(HICP)は前年比。太字は実績値、他は野村の予想。2023年5月5日時点。

出所: ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、野村

英国経済：利上げはまだ終了せず

野村ではイングランド銀行(BOE：中央銀行)が今後0.25%ポイントの追加利上げを2回実施し、政策金利は4.75%に達すると先行きの予想を引き上げた。また、消費者物価(CPI)上昇率およびコアインフレ率の予想を上方修正した。

景気動向

野村では、英国が景気後退を回避する方向に予想を変更したが、23年は冴えない成長が続くと予想している。英国は引き続き、金利上昇、エネルギー料金の高止まり、住宅市場の冷え込みなど、成長への逆風に直面している。しかし、最近のデータはより良好である。直近(4月)のPMI(購買担当者景気指数)は拡大・縮小の分かれ目となる50を大きく上回って上昇しており、複合(製造業+サービス業)PMIは54.9、サービスPMIは55.9とさらに高かった。月次GDP指標を見る限り、23年1-3月期の景気後退入りはなさそうだが、1-3月期の小売売上は堅調に推移したが、鉱工業生産はやや弱まった。

物価動向

英国のCPI上昇率は22年10月の前年同月比+11.1%でピークをつけたことは確かとみられる。23年末には大幅に低下して同+3.5%となり、24年を通じてより緩やかに減少し、同年末には同+2.2%になると見ている。しかし、これは4月時点に比べて大幅な上方修正であり、3月のインフレ率がCPI、コアCPIともに予想を上回ったことを踏まえたものである。我々はコアインフレ率がCPI上昇率よりもはるかに下方硬直的だとみており、23年末時点で同+4.2%と予想している。CPI上昇率の予想には下振れリスクがある一方、労働市場が堅調に推移し、賃金の高い伸びが続く限り、コアインフレの予想には上振れリスクがあろう。

政策動向

改定後の見通しでは、BOEが0.25%ポイントの追加利上げを2度実施し、政策金利が4.75%で利上げが終わると予想している。これは主にインフレと賃金伸び率の予想上振れを踏まえたものであり、そのどちらにも、インフレの基調的な勢い鈍化の兆しは未だにみられない。BOEは、インフレとの闘いを巡る信認を回復するため、懸命な努力を放棄することを望まないと考えられる。よって、利下げ開始は24年7-9月期からとなろう。

リスク要因

成長見通しに対する下振れリスクは、住宅市場から生じうる。住宅ローン金利の上昇と景気の急減速により、名目住宅価格は最大15%下落すると予想している。またエネルギー価格が現在の水準で安定せず大きく上昇し、また金融引き締めの影響が遅れて实体经济に波及すれば、23年後半に景気が再び悪化するリスクもある。最後に、米国の銀行部門で生じている問題が、英国にも波及する可能性があり、その結果、積極的な利上げによって引き起こされる以上の金融環境の引き締めにつながり、GDPが一段と下押しされる可能性がある。

図表 63: 英国経済見通し要約表

(%)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2022年	2023年	2024年
実質GDP (前期比%)	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	4.1	0.3	1.0
実質GDP (19年Q4=100)	99.4	99.4	99.3	99.4	99.6	99.6	99.7	99.8	100.1	100.4	100.9	101.3	99.4	99.7	100.7
民間消費(前期比)	1.4	0.3	-0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	5.6	0.3	0.9
総固定資本形成(前期比)	8.6	-2.3	1.1	0.3	-0.3	-0.6	-0.3	0.0	0.2	0.5	0.8	0.8	8.6	-0.7	0.9
政府消費(前期比)	-0.4	-1.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	1.8	1.6	1.5
輸出(財・サービス)(前期比)	-7.3	5.1	10.5	-1.4	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	9.9	4.9	0.7
輸入(財・サービス)(前期比)	8.2	0.5	-3.1	-0.2	-1.0	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	13.3	-2.8	0.7
在庫投資(寄与度、%ポイント)	1.2	-0.2	-2.1	1.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.7	0.0
純輸出(寄与度、%ポイント)	-4.8	1.3	4.2	-0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	2.4	0.0
失業率(%)	3.7	3.8	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	3.7	4.0	4.2
週平均賃金(前年比)	6.6	5.2	6.0	6.0	5.8	6.4	5.9	5.1	4.4	3.9	3.4	3.2	6.0	5.8	3.7
消費者物価(HICP)(前年比)	6.2	9.2	10.0	10.8	10.2	7.5	5.8	3.6	3.0	2.2	2.4	2.2	9.0	6.8	2.5
コアCPI上昇率(前年比)	5.1	6.0	6.3	6.4	6.1	5.8	5.1	4.3	3.7	3.0	2.7	2.5	5.9	5.3	3.0
政策金利(バンクレート、期末値)	0.75	1.25	2.25	3.50	4.25	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.25	3.75	3.50	4.75	3.75
資産購入プログラム(十億ポンド)	895	867	857	844	830	817	769	755	742	712	702	666	844	755	666
10年物国債利回り	1.61	2.23	4.09	3.67	3.49	3.75	3.60	3.60	3.80	3.95	3.75	3.55	3.67	3.60	3.55
ポンド/ユーロ為替レート(ポンド)	0.84	0.86	0.88	0.89	0.88	0.90	0.89	0.88	0.87	0.86	0.85	0.84	0.89	0.88	0.84
ポンド対ドル相場(ドル)	1.31	1.22	1.12	1.21	1.24	1.27	1.29	1.32	1.34	1.36	1.38	1.40	1.21	1.32	1.40
ポンド(貿易加重平均)	81.0	78.4	75.9	77.4	78.4	77.7	78.6	79.8	80.8	81.8	82.9	83.9	77.4	79.8	83.9

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。2023年5月5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：サービス部門の旺盛な繰延需要の発現が続いた

(注：本パートは5月17日付の経済見通し改定を反映していない)

2023年1～3月期の実質GDP成長率が予想を上回ったこと、国内サービス消費が堅調を維持していること、輸出の伸びが予想を上振れたことから、通年の成長見通しを上方修正した。

景気動向

国家統計局のデータは、23年3月の経済活動が全般的に力強い回復を続けたことを示している。1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、10～12月期の同+2.9%から上向き、市場予想を上回った。鉱工業生産と小売売上の伸びは、1～2月の順に前年同期比+2.4%、同+3.5%から、3月は前年同月比+3.9%、同+10.6%に加速したが、固定資産投資(単月ベース)の伸びは1～2月の平均同+5.5%から同+4.8%へ、わずかに減速した。3月の小売売上のうち、特に飲食店売上高が同+26.3%と、1～2月の前年同期比+9.2%から伸びがさらに急上昇した。内需が堅調に回復していることに加え、輸出の伸びも上向きに転じ、3月は前年同月比+14.8%と、1～2月の前年同期比-6.8%から改善した。これらの動きを踏まえ、23年通年の実質GDP成長率の見通しを前年比+5.3%から同+5.9%に引き上げる。ただし、前期比でみた成長の勢いは1～3月期にすでにピークに達しており、今後はさらに減速する可能性が高いと考えている。高頻度のデータと4月の政府版・製造業PMI(購買担当者景気指数)が拡大・縮小の分かれ目となる50を割り込んだことは、4月にはすでに景気の勢いが一部失われたことを意味しており、我々はこの傾向が今後数ヶ月にわたっておおむね続くと予想している。

物価動向

23年3月の消費者物価(CPI)及び生産者物価(PPI)統計は、デスインフレ圧力が依然として強いことを示唆しており、CPI上昇率は2月の前年同月比+1.0%から同+0.7%へとさらに低下した。食料品・燃料価格の下落に加え、労働市場が弛み(余剰が拡大を)続けているため、コアインフレが短期的に大きく上昇する可能性は低い。3月の実績を踏まえ、CPIとPPIの23年の見通しを、順に前年比+2.6%、同+0.6%から、同+1.3%、同-0.1%に引き下げた。

政策動向

4月28日の中共中央政治局会議で、政府指導部は景気の勢いは強くないと指摘し、成長重視の姿勢を維持した。同会議では、足元の経済状況の好転について、内需の回復は不十分で、さらなる「改善の余地がある」との判断を示しており、政府指導部が足元の景気回復を不完全と見なしていることが読み取れる。また、サービス部門を中心に、消費支援を継続すると明言し、若年層の失業率が高いことにも言及した。我々は、政府が今後1ヶ月間に大幅な政策変更を行う可能性は低いと考えているが、基準金利の追加引き下げの可能性は小さくないとみている。

リスク要因

野村の成長見通しを巡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、不動産セクターの回復が予想よりも遅れること、外需が予想以上に落ち込むことなどが挙げられる。上振れリスクとしては、輸出の上振れや、繰延需要の発現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、が挙げられる。

図表 64: 中国経済見通し要約表

(注記のない限り前年比%)	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2021年	2022年	2023年	2024年
実質GDP成長率(前期比%)	3.9	0.6	2.2	1.5	1.0	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0				
実質GDP成長率	3.9	2.9	4.5	8.4	5.3	5.6	4.5	4.2	4.4	4.6	8.4	3.0	5.9	4.4
GDPへの寄与度(%ポイント)														
最終消費支出	2.2	0.2	3.0								5.3	1.0	4.4	3.2
総固定資本形成	0.8	3.9	1.6								1.1	1.5	1.6	1.4
純輸出(財・サービス)	1.0	-1.2	-0.1								1.7	0.5	-0.1	-0.2
消費者物価(CPI)上昇率	2.7	1.8	1.3	0.8	1.2	2.0	2.5	3.0	2.5	2.1	0.9	2.0	1.3	2.5
コアCPI上昇率	0.7	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	0.8	0.9	1.1	1.6
生産者物価(PPI)上昇率	2.5	-1.1	-1.6	-2.6	0.9	3.0	3.9	3.4	2.6	2.0	8.1	4.1	-0.1	3.0
小売売上高(名目)	3.5	-2.7	5.8	15.6	8.5	11.3	4.9	3.1	4.4	4.9	12.5	-0.2	10.2	4.7
固定資産投資(名目、年初来)	5.9	5.1	5.1	5.4	5.7	6.3	3.7	5.1	5.2	5.3	4.9	5.1	6.3	5.3
鉱工業生産(実質)	4.8	2.8	3.0	7.8	5.2	5.4	4.7	4.3	4.4	4.5	9.6	3.6	5.4	4.5
輸出(米ドル建て)	10.2	-6.6	0.5	1.0	-2.2	4.7	-2.3	-1.5	0.6	1.9	29.6	7.0	1.0	-0.3
輸入(米ドル建て)	0.6	-6.5	-7.1	-0.6	4.2	9.6	3.8	2.3	3.0	3.6	30.1	1.1	1.5	3.2
貿易収支(10億米ドル)	267	232	205	239	216	209	163	209	199	201	670	878	869	772
経常収支(対GDP比%)	3.2	2.2	1.7	1.3	1.8	1.0	1.5	1.0	1.4	0.8	1.8	2.3	1.5	1.2
財政収支(公式、対GDP比%)											-3.8	-4.7	-4.5	-4.2
財政収支(広義、対GDP比%)											-7.0	-8.1	-7.4	-7.0
銀行貸出残高(元建て)	11.2	11.1	11.8	11.7	11.6	11.8	11.6	11.4	11.2	11.2	11.6	11.1	11.8	11.2
社会融資総量残高	10.6	9.6	10.0	10.0	10.0	10.2	10.2	10.1	10.0	10.0	10.3	9.6	10.2	10.0
マネーサプライM2	12.1	11.8	12.7	12.5	12.3	12.0	11.8	11.6	11.4	11.2	9.0	11.8	12.0	11.2
1年物中期貸出ファシリティ金利(%)	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.95	2.75	2.75	2.75
7日物リバースレポレート(%)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.20	2.00	2.00	2.00
預金準備率(大手銀行、%)	11.25	11.00	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	10.75	11.5	11.00	10.75	10.75

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.太字は実績値、その他は野村予想。2023年5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(「NSLI」)、(e)香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、(f)韓国のノムラ・ファイナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(KOFIA)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット

<http://dis.kofia.or.kr>>>でご覧いただけます)、(g)シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、(h)オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(ASIC)の監督下にあります)、(i)マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、(j)台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、(k)インドのノムラ・ファイナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: 91 22 4037 4037、ファックス: 91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): INZ000255633、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、- コンプライアンス・オフィサー担当者: Ms. Pratiksha Tondwalkar、連絡先: 91 22 40374904、苦情メール送付先: india.compliance-in@nomura.com、インド市場会社に関するレポート若しくは NFASL のリサーチアナリストが執筆したレポート向け: (I) 証券市場への投資は市場リスクの影響を受けます。投資を行う前に、注意深く関連する資料すべてを読んでください。(II) SEBI より許可される登録と NISM からの証明は、仲介者のパフォーマンスをいかなる場合も保証しません。また、リターンをいかなる保証も投資家に提供しません。(I)日本の野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング(「NFRIC」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の個人名の横に記載された「ベルダーナ」は、「PT ベルダーナ セキュリタス インドネシア(「ベルダーナ」)に雇用された従業員が、リサーチ・パートナーシップアグリーメントに基づき、NIHK に対してリサーチ・アシスタントのサービスを提供することを示しています。ベルダーナと当該個人はいずれもインドネシア国外でのライセンスを有していません。野村東方国際証券有限公司(「NOI」)は、野村ホールディングス株式会社、東方国際(集団)有限公司並びに上海黄浦投資控股(集団)有限公司の出資する合弁会社ですが、野村グループの定義には含まれておりません。リサーチ・レポートの表紙において NOI の横に明記されている個人は、NOI に雇用されており、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 と当該個人のいずれも中国本土以外でのライセンスを有していません。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行って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(あるいは行われないという判断)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保証は法令・諸規則により許容可能な最大限の範囲まで免除されます。野村グループは本資料もしくは本資料に含まれる情報、ないしはそれに関連して生じるものの利用、誤用あるいは配布から生じるいかなる損失に対して一切の責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。

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

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だけではなく、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関するすべての表明、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、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、独占性、公正性、正確性、完全性、適格性、商品適格性、特定の目的に対する適性に関する表明、保証または約束を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

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

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に

伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります、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を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、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/メイン裁判所の商業登記簿に登録された商業登記番号HRB110223であるドイツ法下の有限責任会社として組織された会社であり、ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。

本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、香港で適用される規制における「プロの投資家」に該当する投資家のみを対象としており、そのような目的で「プロの投資家」でない人には再配布できません。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は、証券先物法(第110条)及びその他で定義される免除フィナンシャルアドバイザーであるNSLにより配布されており、シンガポール通貨庁により規制されています。NSLは、金融アドバイザー規制の規則32Cに基づく取り決めに従って海外の関係会社により発行された本資料を配布することができます。本資料の受領者が、証券先物法(第289条)で定義されている認定、専門的もしくは機関投資家でない場合、NSLはそのような受領者に対しては本資料の内容について、法律によって要求される範囲においてのみ法的責任を負うものとします。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は、一般的な流通のために作成されたものであり、特定の投資目的、金融の状況又は特定の者の特定の必要性を考慮したものではありません。受領者は、別途の契約に基づいて、投資の適切性についてフィナンシャルアドバイザーからの助言を、妥当なものであるとして受けることを含め、証券購入の決定をする前に、自身の特定の投資目的、金融の状況又は特定の必要性を考慮する必要があります。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

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

インドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合、本資料はインドネシア国内での配布、インドネシア共和国域内での流通やインドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への流通、もしくはインドネシアの法人や居住者への提供はできません。本資料に言及されている証券のインドネシア国内における募集もしくは販売、インドネシア国民(居住地または所在地にかかわらず)への募集もしくは販売、あるいはインドネシア共和国の法律に基づいて公募増資を行う場合におけるインドネシアの法人、居住者への販売もしくは売却は行われません。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つ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、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任(過失による、そうでなければ、全体または一部において)を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<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)(20 万円以下の場合 は、2,860 円(税込))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)(20 万円以下の場合 は 2,860 円(税込))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきま す。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるお それがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF・ETN は連動する指数等の変動に より損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、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 万円以下の場合には最大 7,810 円(税込))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国 や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による 売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるお それがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.43%(税込)(20 万円以下の場合には 2,860 円(税込)))、管理費および権利処理手数料をいただき ます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代 金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(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あ ります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

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

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

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

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。物価変動国債の価格は、 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 回償以降)については、額面金額を下回りません。

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

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

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

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS 取引を行なうにあたっては、弊社との間で合 意した保証金等を担保として差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)を上限額として移管手数料 をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第 142 号

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

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

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

<http://go.nomuranow.com/research/m/Disclosures>

Copyright © 2023 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.