

# 日本経済～持続的成長に向けての中期的展望

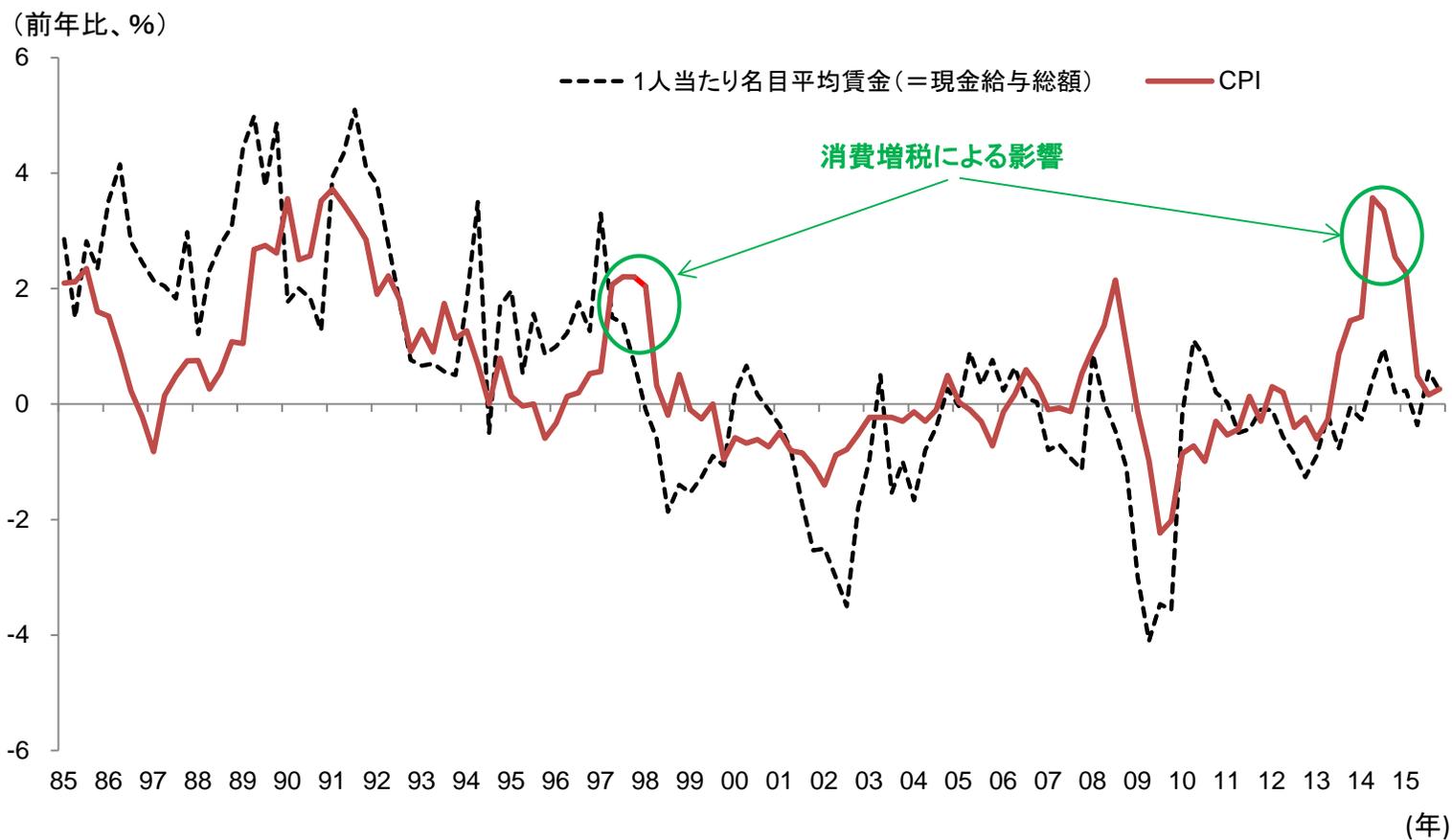
野村證券  
投資情報部  
チーフ・マーケット・エコノミスト  
木下 智夫

2016年 5月

Appendix A-1に記載されているアナリスト証明、重要なディスクロージャー及び米国以外のアナリストのステータスをお読み下さい。

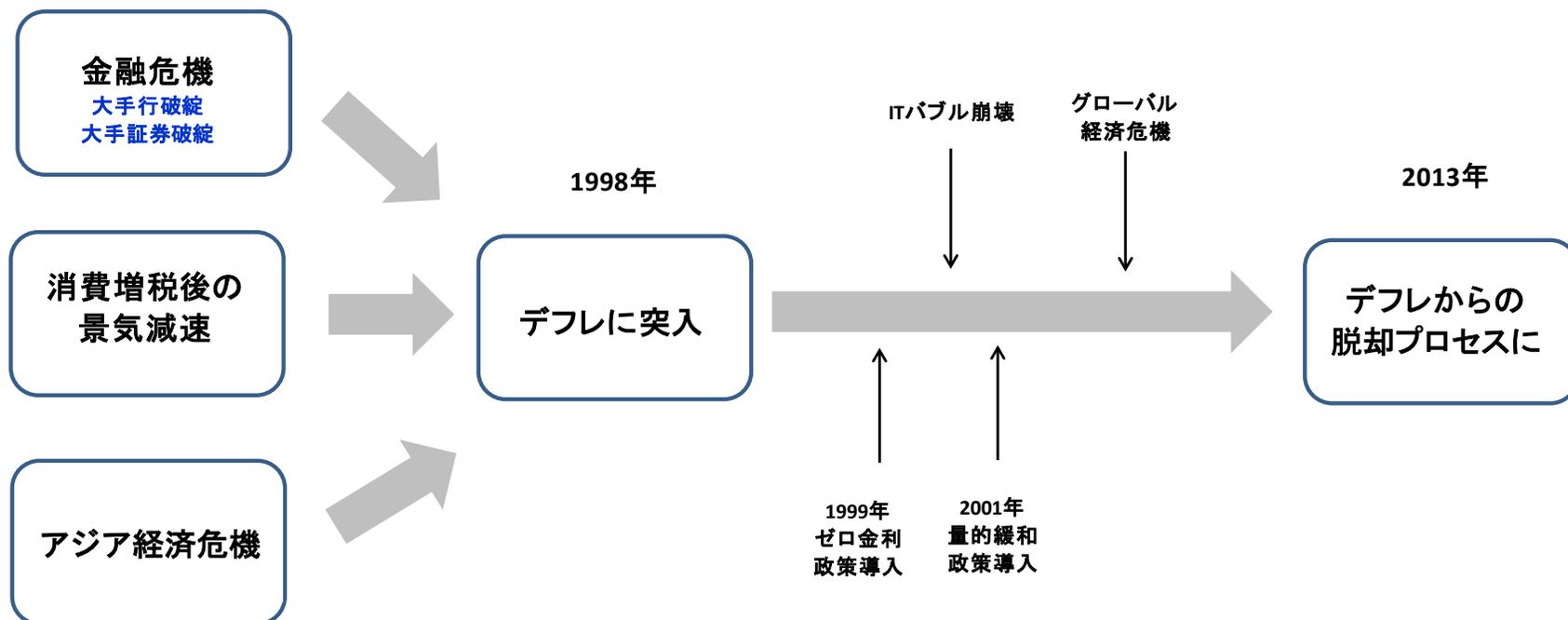
野村證券株式会社

## CPI上昇率および名目賃金上昇率の推移



出所: 厚生労働省、総務省資料より野村作成

## デフレ入りとデフレからの脱却プロセス



出所: 野村

## 明確な成果を生んだ 成長戦略の例

- 電力自由化
- 女性労働力の活用
- インフラ輸出
- 法人税減税
- コーポレートガバナンス改革
- GPIF改革
- 外国人訪日客増加策
- 経済連携協定への取り組み

### 第1の矢

大胆な  
金融政策

デフレ脱却に大  
きく寄与

### 第2の矢

機動的な  
財政政策

景気の回復  
に貢献

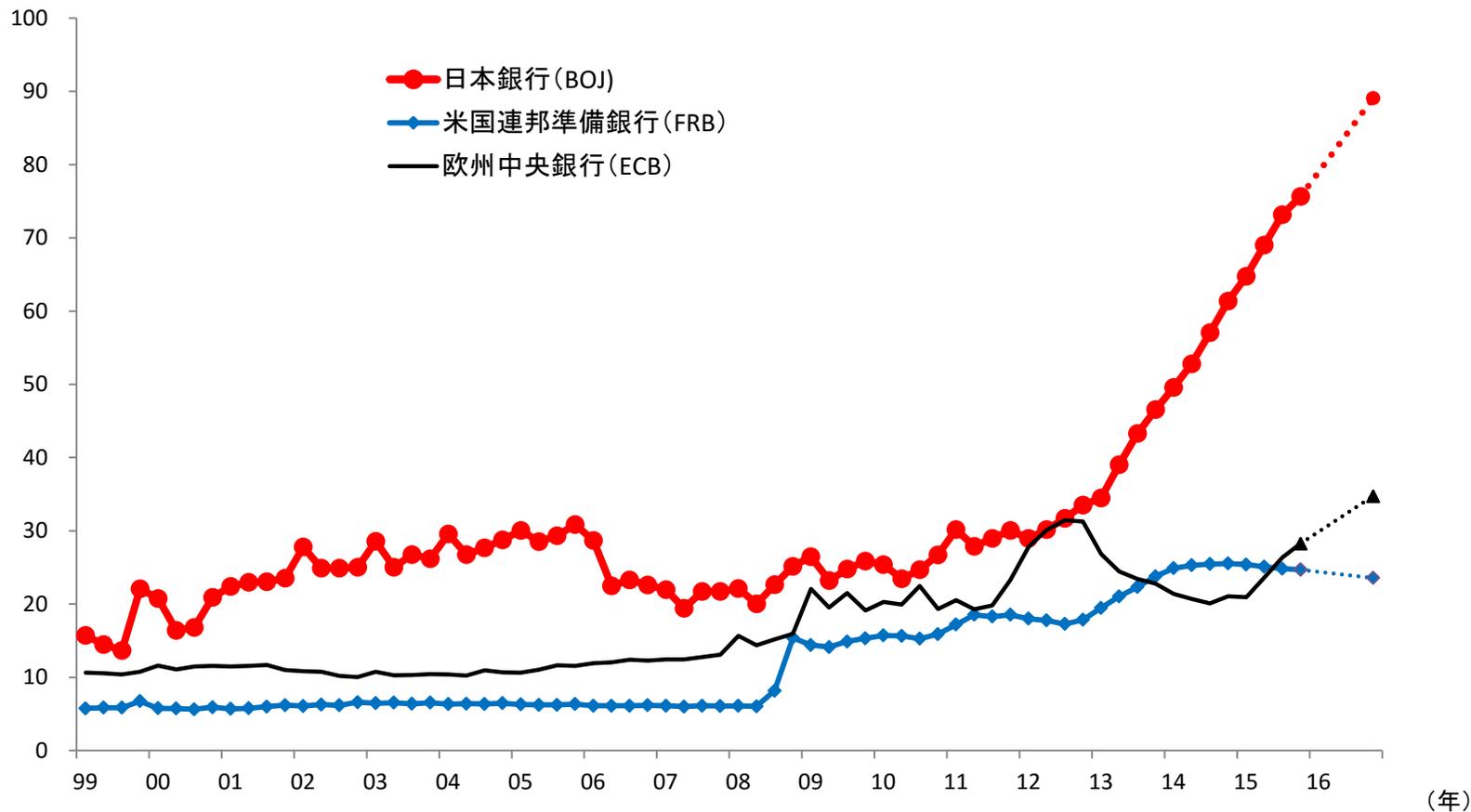
### 第3の矢

民間の投資を引  
き出す成長戦略

着実に成果を  
生んできた

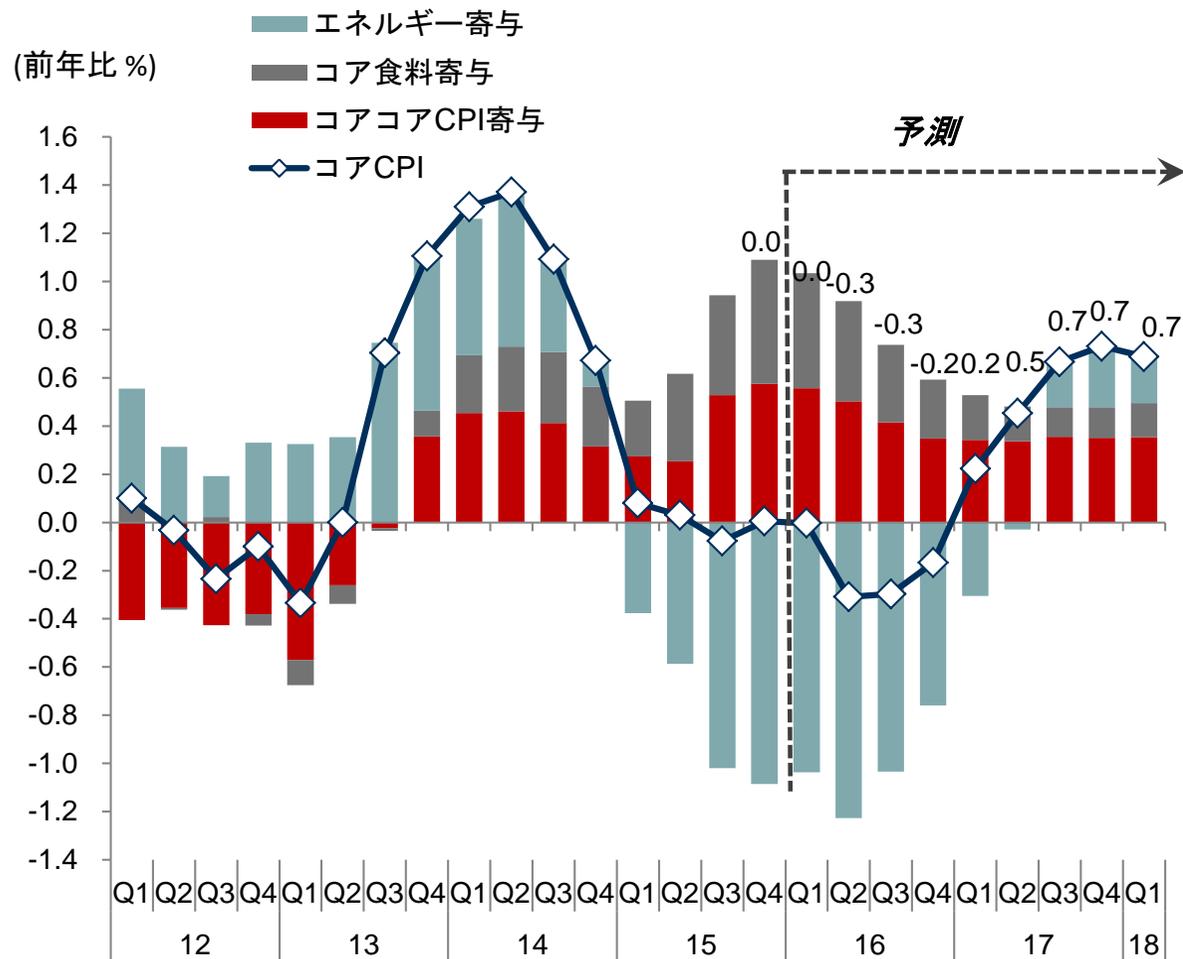
## 日本、米国、ユーロ圏における中央銀行の総資産(対GDP比)

(名目GDP比、%)



出所: 日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備銀行、内閣府、米国商務省、野村

## コアCPI上昇率見通し



注：2014年4月以降の値は消費増税の影響を除くベース。  
出所：日本銀行資料より野村作成

新・第1の矢

希望を生み出す強い経済

- ☆GDP「600兆円」を目指す
- ☆成長重視の路線を改めて強調

新・第2の矢

夢を紡ぐ子育て支援

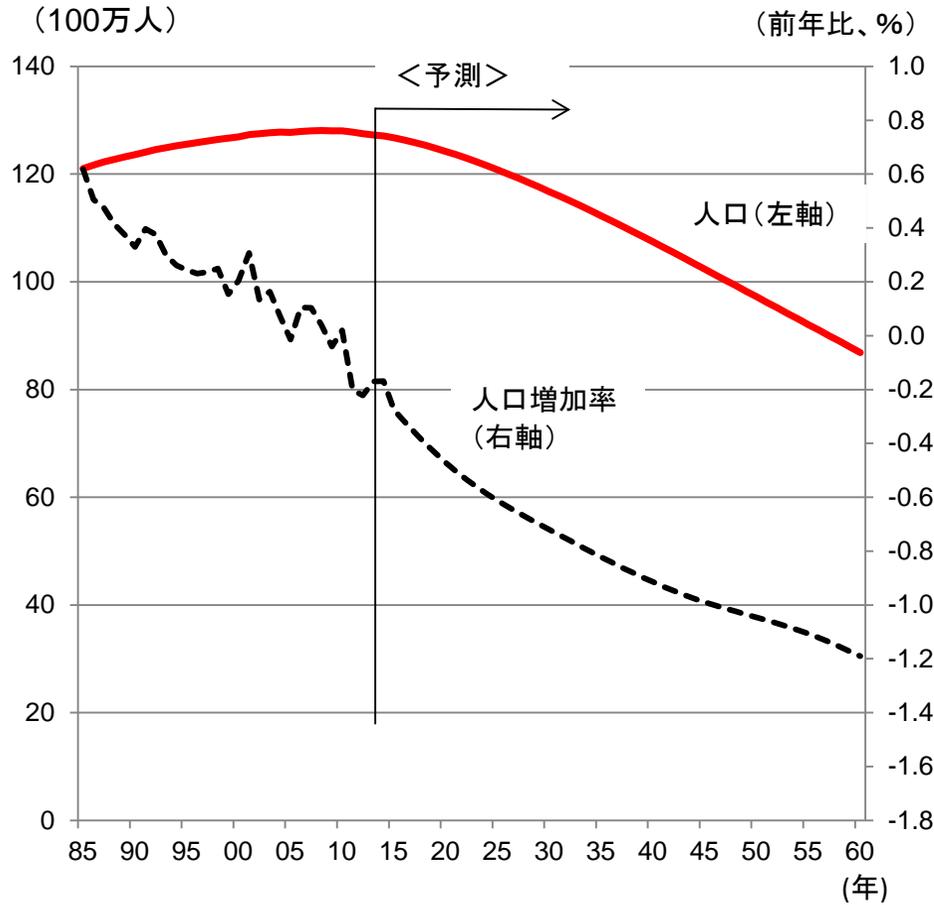
- ☆出生率を1.8を目指す

新・第3の矢

安心につながる社会保障

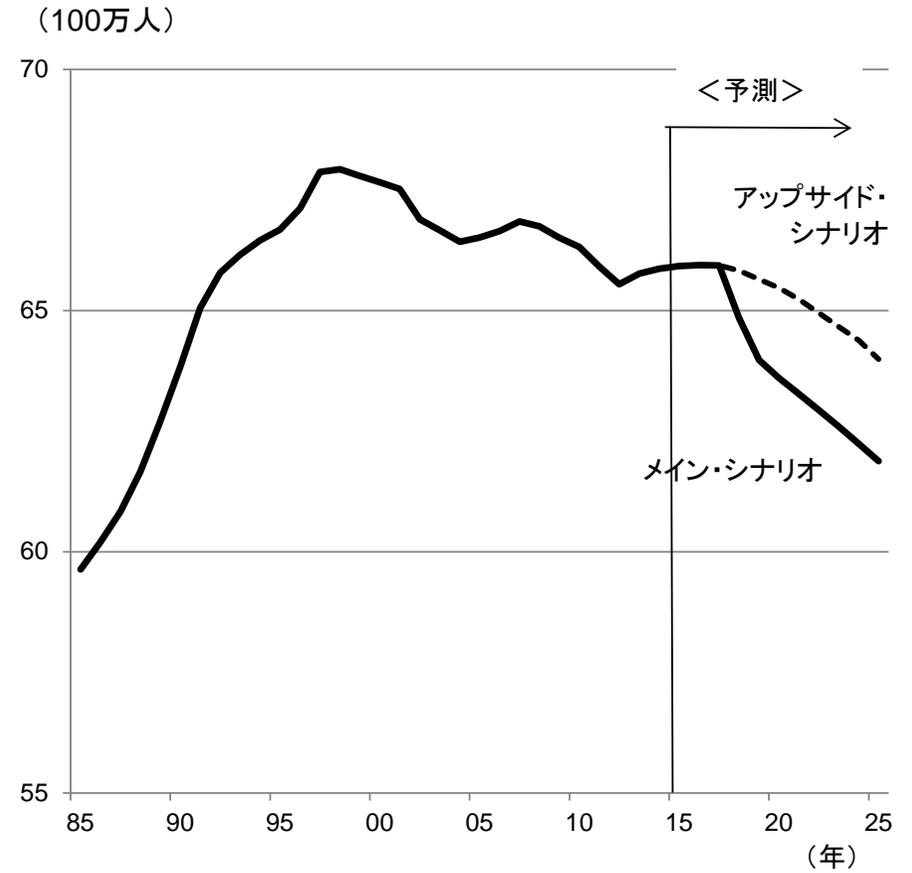
- ☆介護離職ゼロを目指す

## 人口予測



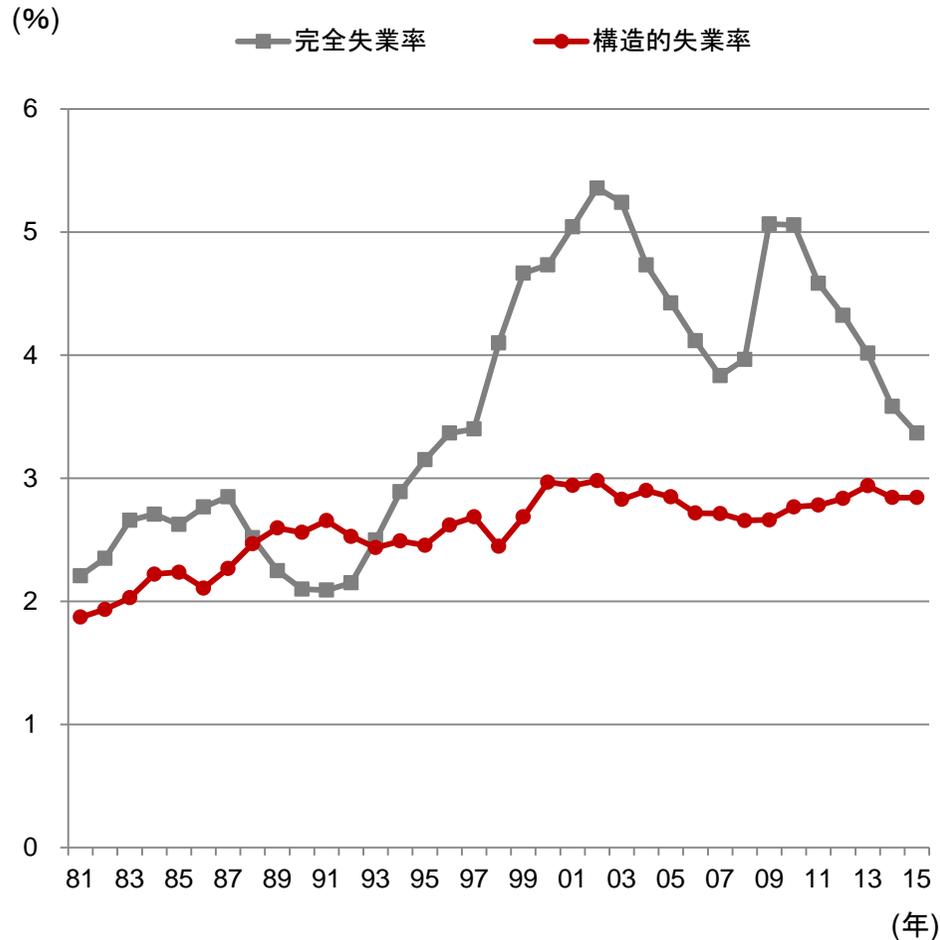
出所: 政府資料より野村作成

## 労働力人口の予測



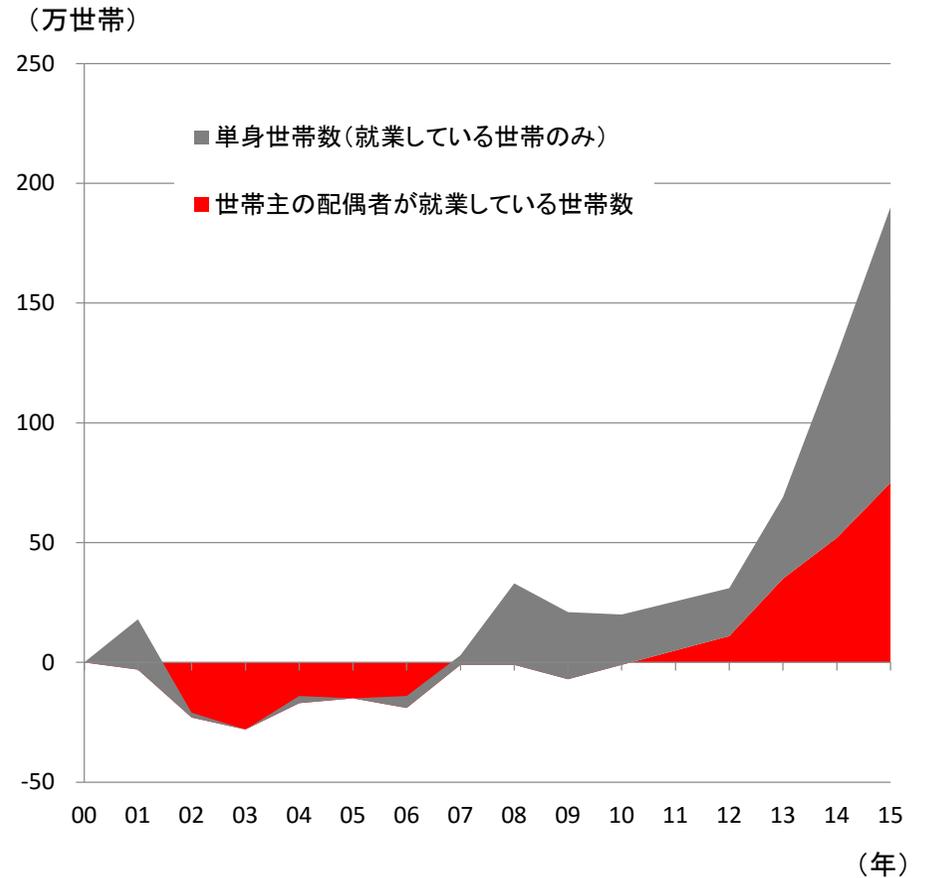
出所: 政府資料より野村作成

## 雇用動向調査を用いた構造的失業率の推計



出所:厚生労働省、総務省資料より野村作成

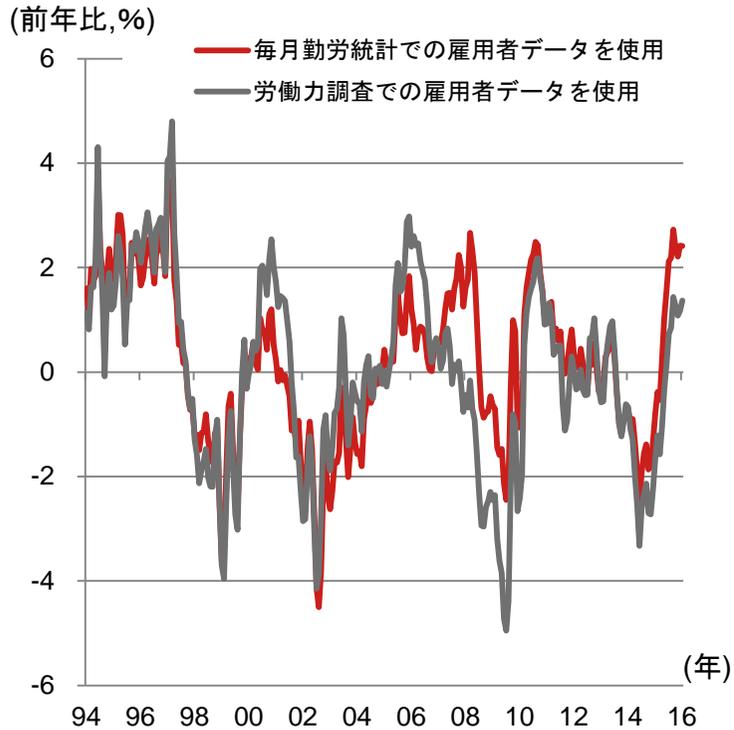
## 勤労者世帯における単身世帯数と共働き世帯数の累積増加数(2000年以降)



出所:総務省資料より野村作成

# 人口減少がもたらすプラス面が顕在化 ⇒実質マクロ賃金が増加/非製造業の企業収益も着実に改善

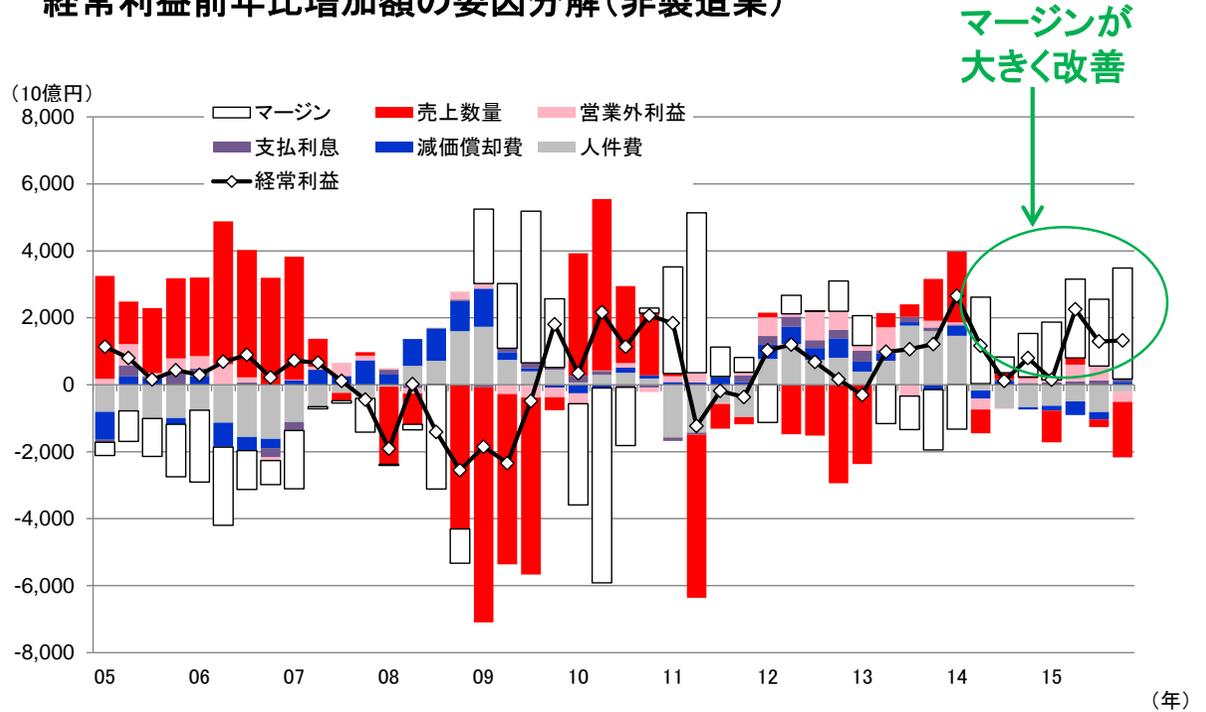
## 実質マクロ賃金(特別給与補正済み)



注:マクロ賃金上昇率は、毎月勤労統計でのボーナスの伸びを、各種ボーナス調査の結果をふまえて補正したもの。

出所:厚生労働省資料より野村作成

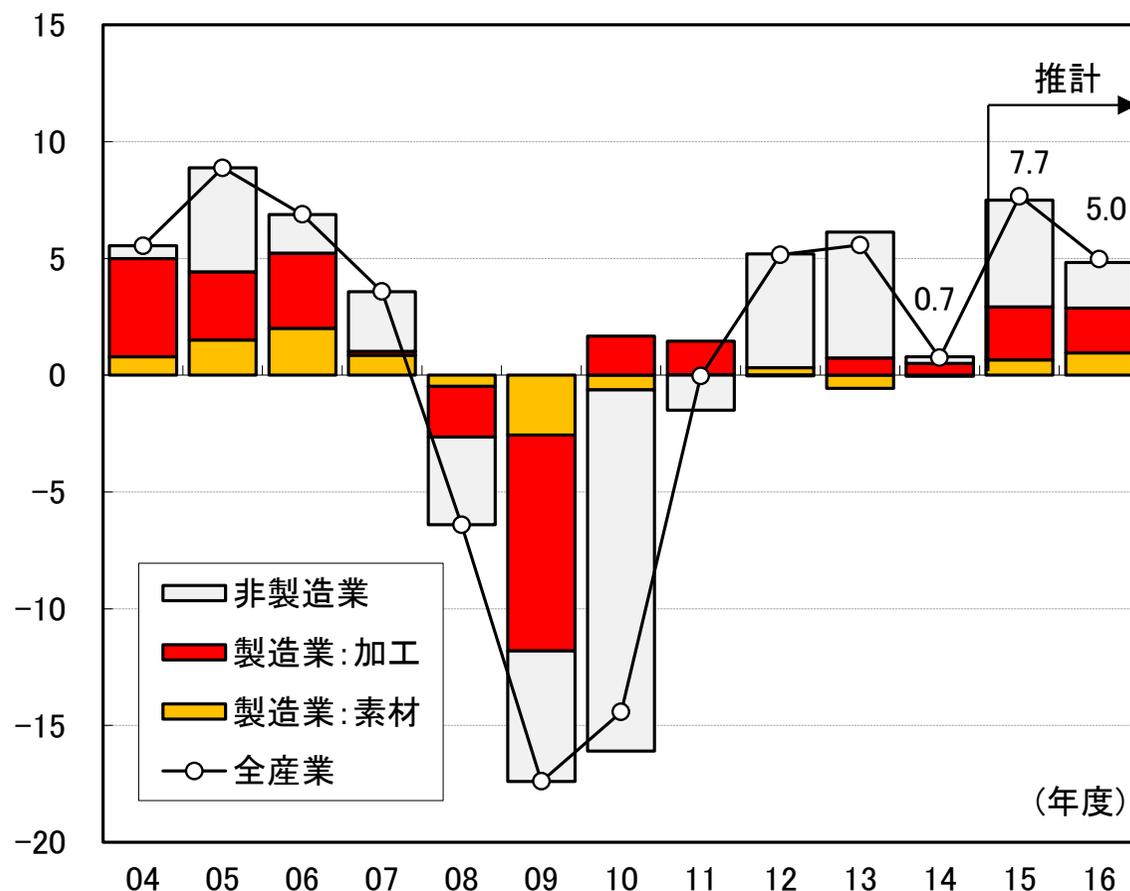
## 経常利益前年比増加額の要因分解(非製造業)



出所:財務省「法人企業統計」、日本銀行、野村

## 設備投資計画の寄与度分解(全規模・全産業)

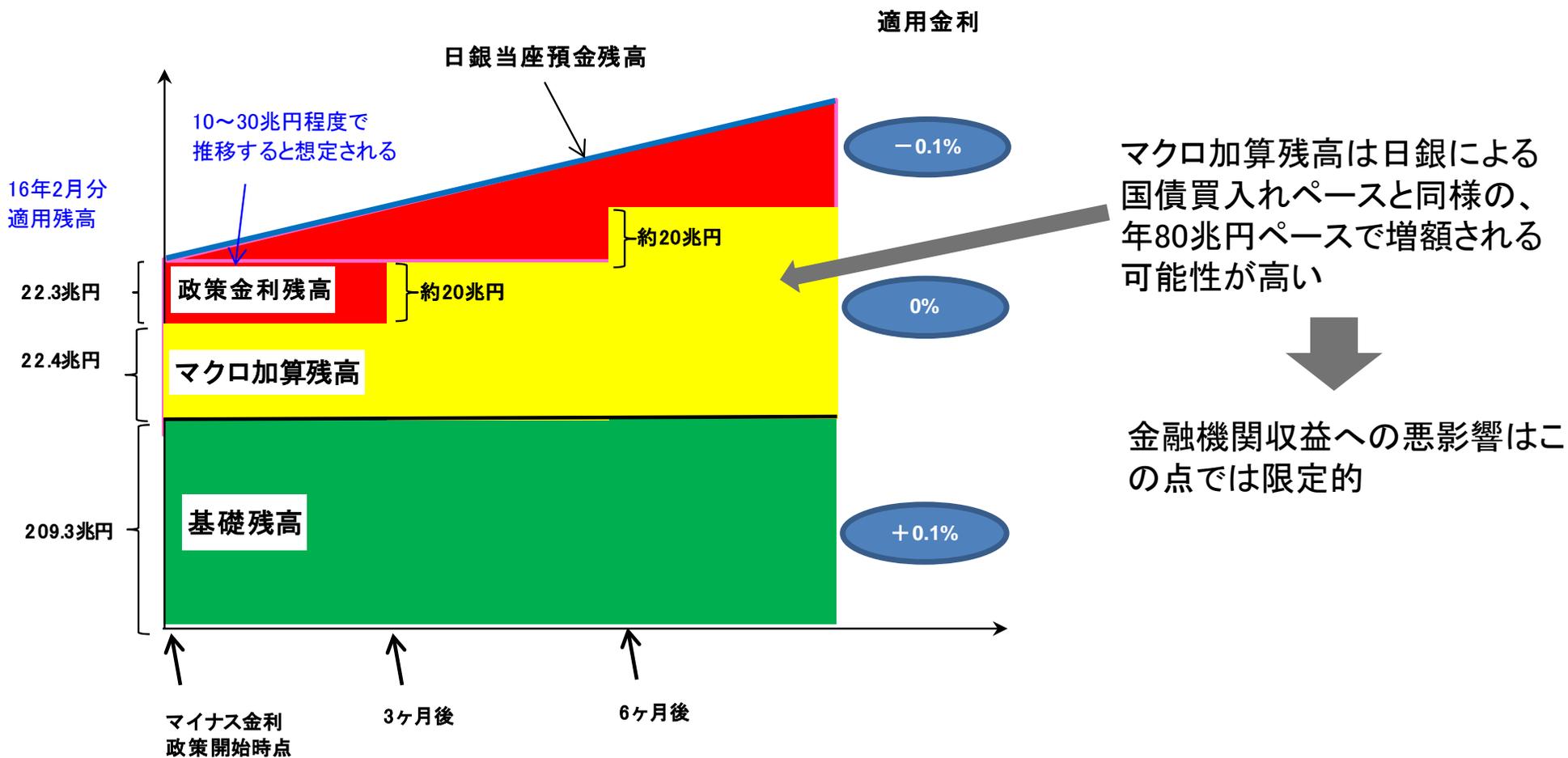
(前年度比寄与度、%ポイント)



注: 1. いずれも土地投資を含み、ソフトウェア投資を除くベース。資本金2千万円以上の全規模が対象。2. 推計値は過去の景気回復局面における設備投資計画の修正パターンを反映させた。

出所: 日本銀行資料より野村作成

## 新しい日銀当座預金のスキーム



- 日本とユーロ圏では、超過準備の相対的規模が圧倒的に異なる

## 日本・ユーロ圏金融機関による超過準備の比較

	日本 (兆円) (15年末)	ユーロ圏 (10億ユーロ) (16年3月4日)
当座預金勘定残高(超過準備分)	235	450
預金ファシリティ勘定残高		247
合計残高	235	697
合計残高のGDP比(%)	51.8	6.6

注:算出にあたっては日本、ユーロ圏とも15年のGDPを使用。

出所: ECB、日本銀行資料より野村作成

## 日本・ユーロ圏における中銀の主要な貸出支援プログラム

### 日本

プログラム	16年2月末残高(兆円)
成長基盤強化支援資金供給(a)	5.3
貸出増加支援資金供給(b)	24.5
貸出支援プログラム合計(a+b)	29.8
対貸出残高比(%)	6.0

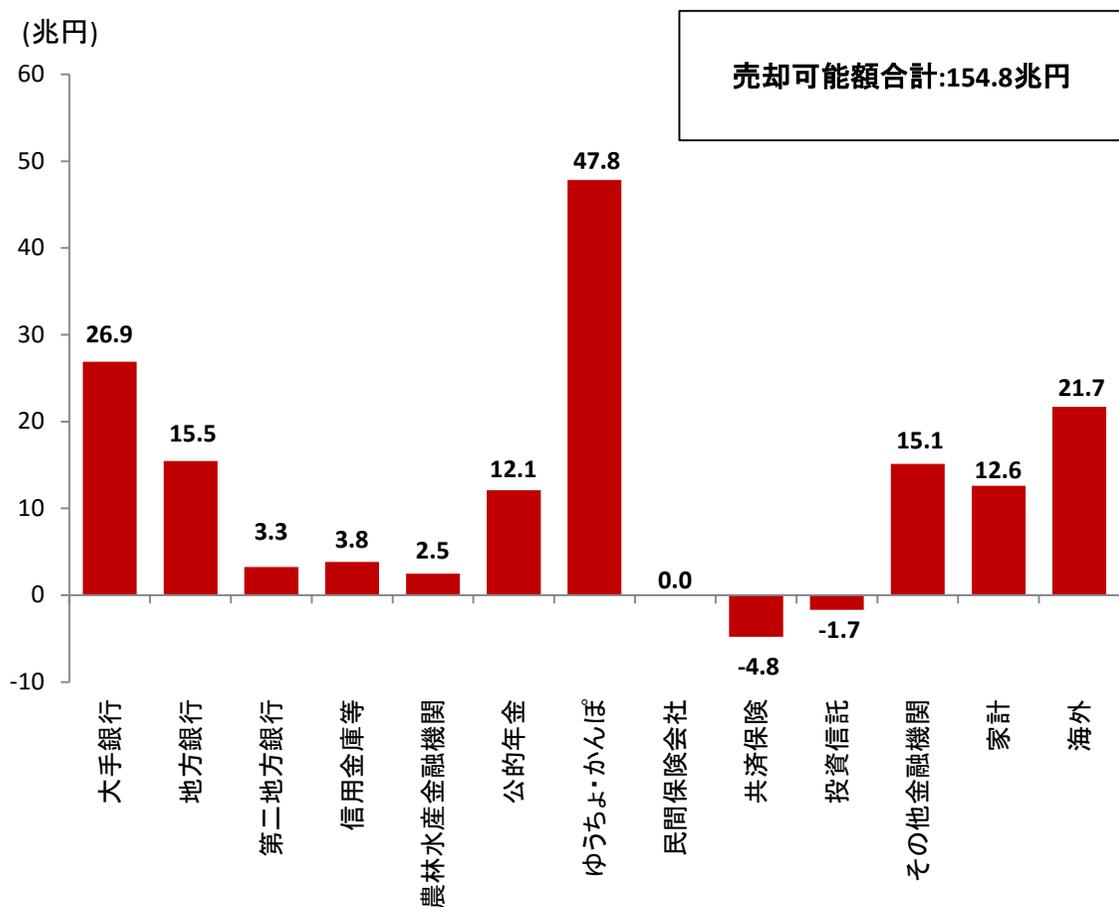
### 欧州

プログラム	実施時期	実行額(10億ユーロ)
TLTRO(1回目)	(14年9月)	82.6
TLTRO(2回目)	(14年12月)	129.8
TLTRO(3回目)	(15年3月)	97.8
TLTRO(4回目)	(15年6月)	73.8
TLTRO(5回目)	(15年9月)	15.5
TLTRO(6回目)	(15年12月)	18.3
合計		417.9
対貸出残高比(%)		3.9

注:貸出残高は、日本については16年2月末、ユーロ圏については民間セクター向けの16年1月末の計数を使用。

出所: ECB、日本銀行資料より野村作成

15～17年度の3年間で各投資主体が圧縮可能な長期国債保有額(試算値)



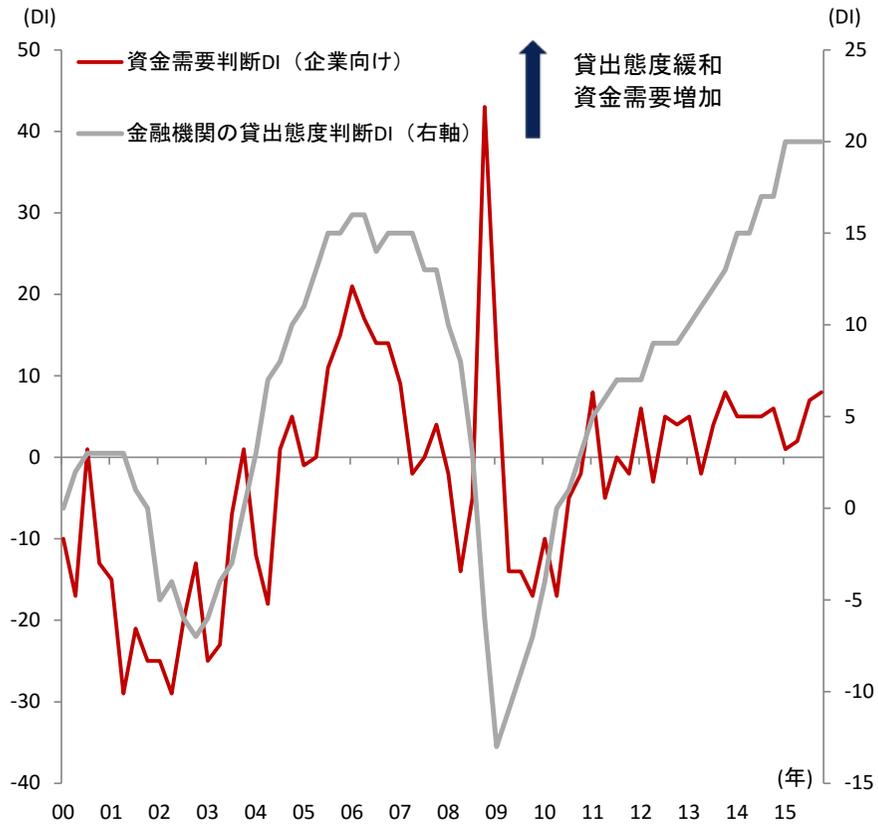
➤ 日銀が15～17年度の3年間で購入可能となる長期国債(ネットベース)は、①左記の154.8兆円、②政府が年間に発行するネットベースの国債(89.2兆円)、③日銀の担保緩和措置による効果(20兆円程度)を合わせた、**264兆円程度**となる。

※②には、国債の前倒し発行分も含む

⇒ 更なる前倒し発行措置などが追加的に想定できることを考えれば、17年度中は年間80兆円の長期国債を購入し続けることが可能となるが、それ以降は難しい

注: プラスは売却、マイナスは購入を示す。前提については次ページを参照。  
出所: 各種資料より野村作成

## 資金需要判断DIと金融機関の貸出態度判断DI



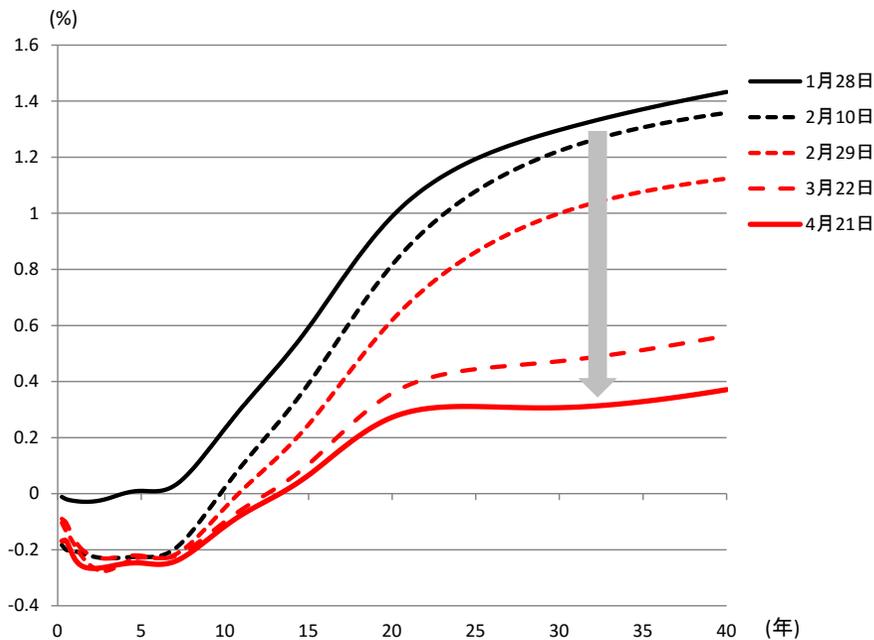
注: 資金需要判断DIは全規模。貸出態度判断DIは全規模・全産業。  
出所: 日本銀行資料より野村作成

## 銀行貸出増加率の推移



出所: 日本銀行より野村作成

## マイナス金利導入公表前後のイールドカーブ



出所:ブルームバーグより野村作成

## マイナス金利発表後のイールドカーブ低下による 国債利払い費削減効果

残存年数	普通国債発行残高(15年3月末)	1/28⇒3/22の利回り変化幅	年間利払い費の変化
	単位:10億円 A	pp B	単位:10億円 C=A×B
1年以下	126,810	-0.10	-127
1年超～2年以下	85,692	-0.18	-154
2年超～3年以下	60,523	-0.21	-127
3年超～4年以下	63,516	-0.22	-140
4年超～5年以下	57,547	-0.22	-127
5年超～6年以下	38,352	-0.23	-90
6年超～7年以下	32,945	-0.25	-82
7年超～8年以下	35,183	-0.26	-91
8年超～9年以下	40,026	-0.29	-116
9年超～10年以下	32,337	-0.32	-103
10年超～20年以下	136,846	-0.49	-671
20年超	64,307	-0.80	-514
<b>合計</b>	<b>774,083</b>		<b>-2,343</b>

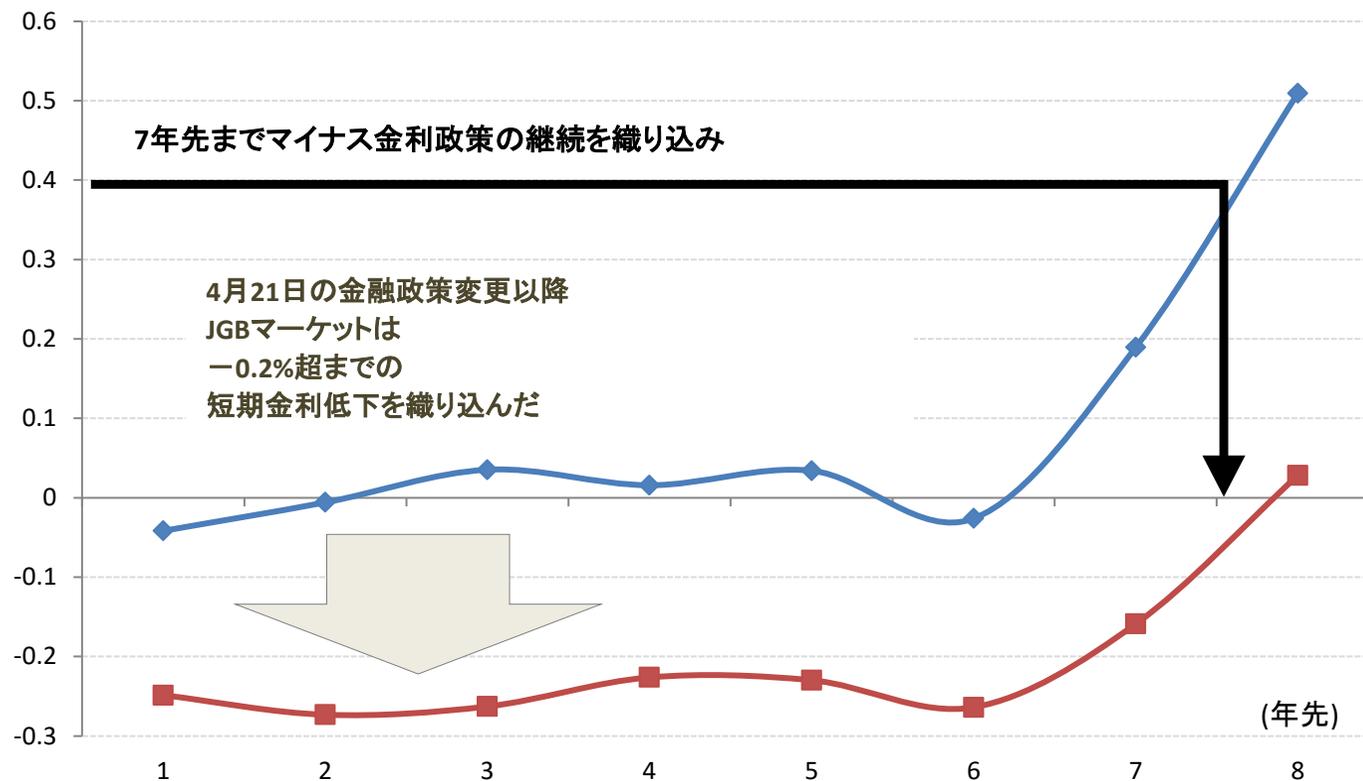
注:マイナス金利政策導入の公表直前(1月28日)時点でのイールドカーブから示唆される利払い費(普通国債分)の減少額を示す。長期的に全ての発行残高が低い利回りの国債に置き換えられたとする場合の金額。1月28日から3月22日までのイールドカーブの変化を利下げによる効果とみなした。なお、日銀は15年末において、普通国債発行残高の3分の1程度を保有していたことから、日銀以外の国債保有者の受取り額は、利払い費が減った3分の2に相当する金額だけ減少することになる。

出所:日本銀行、ブルームバーグ資料より野村推計

## 国債市場が織り込む先行きの金融政策見通し

(フォワードの政策金利,%)

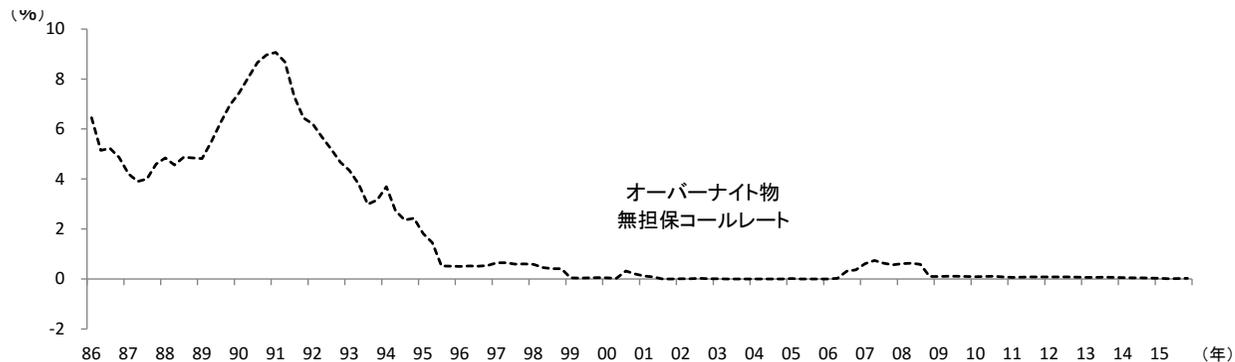
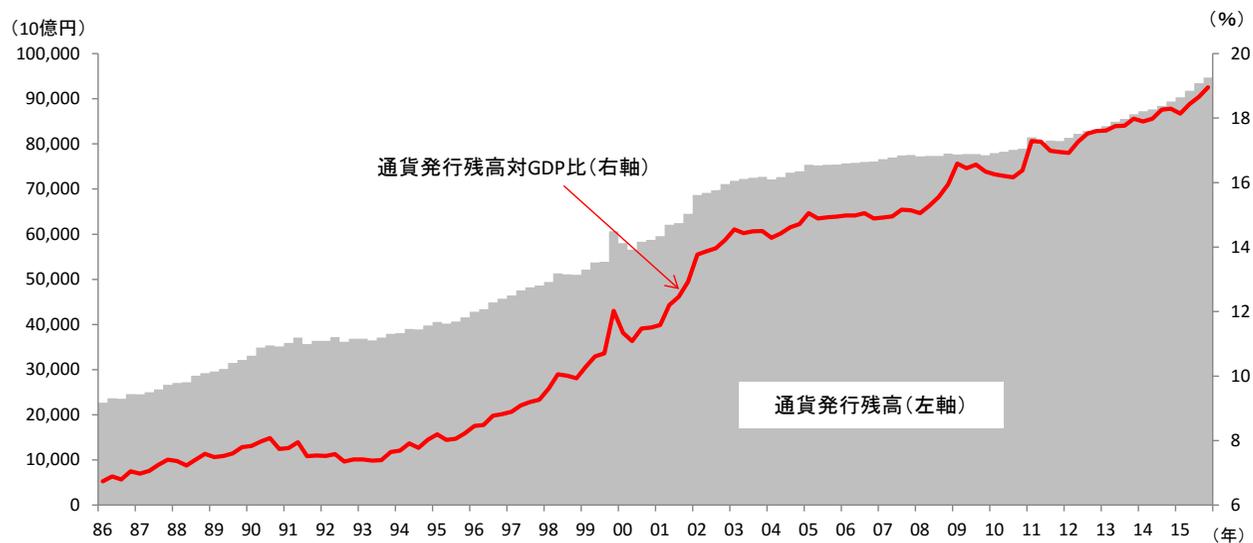
◆ 2016/1/27      ■ 2016/4/21



注: フォワードの政策金利として、国債市場が織り込むフォワードの1日金利を用いた。算出の基となる国債の市場価格は、様々な需給要因の影響を受けている点には注意。なお、本分析ではフォワードのリスクプレミアムは考慮していない。

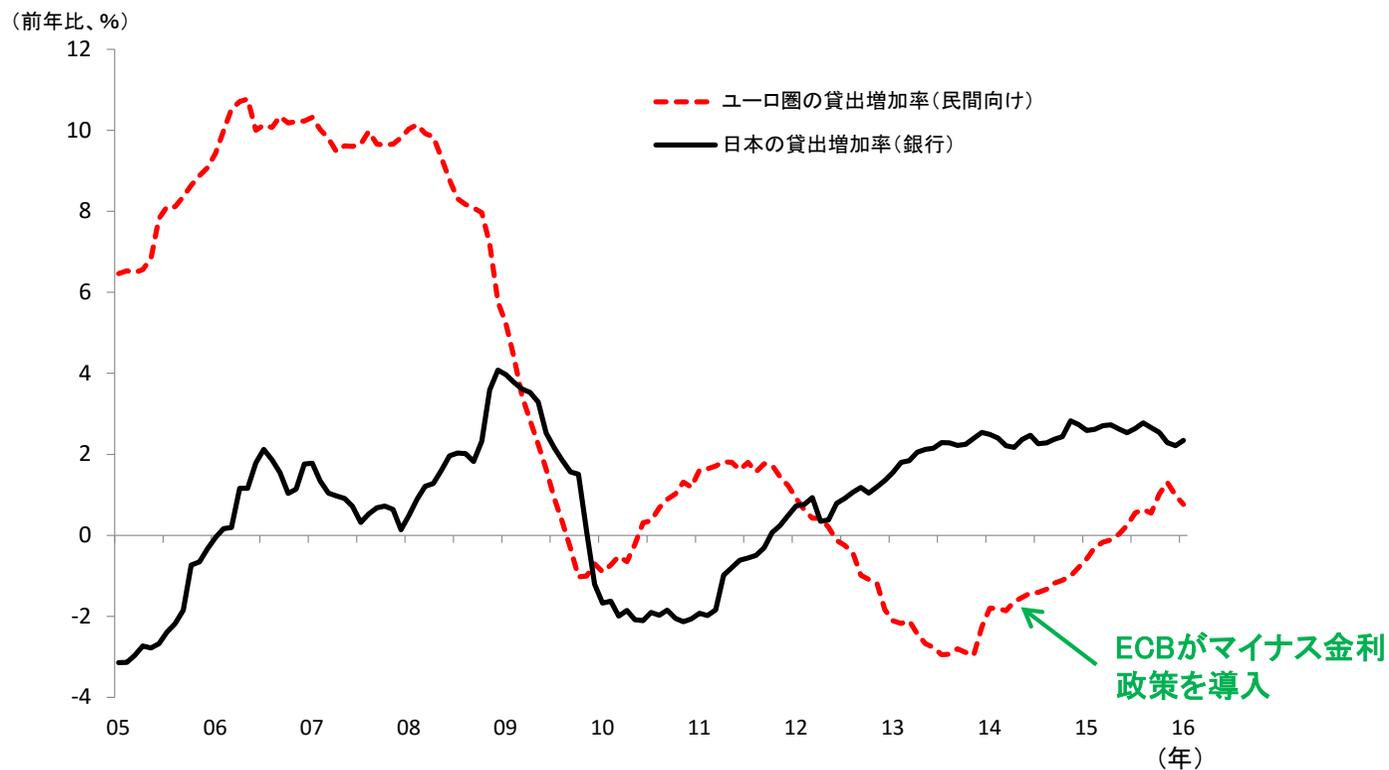
出所: 野村

## 通貨発行残高の推移



出所: CEICデータベースより野村作成

## 日本・ユーロ圏の銀行貸出増加率の推移

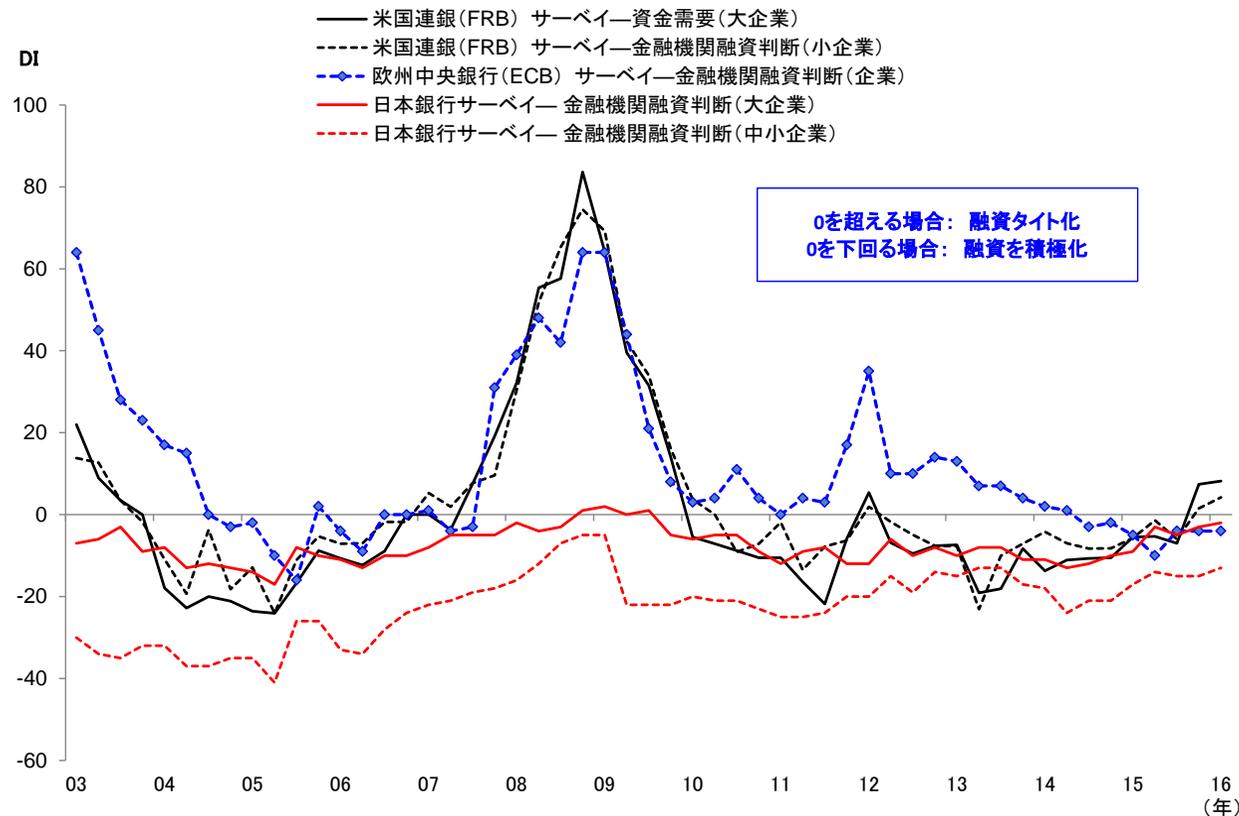


注:ユーロ圏は、2010年以降は、貸出債権の証券化や売却分を調整した計数。

出所:ECBおよび日本銀行、CEICデータより野村作成

- 欧州の銀行融資スタンスはもともと厳しかったため、マイナス金利導入(14年6月)等の施策が銀行貸出にプラスになりやすい面があった。日本の場合は、もともと融資スタンスが緩く、マイナス金利導入による貸出促進効果は限定的であろう

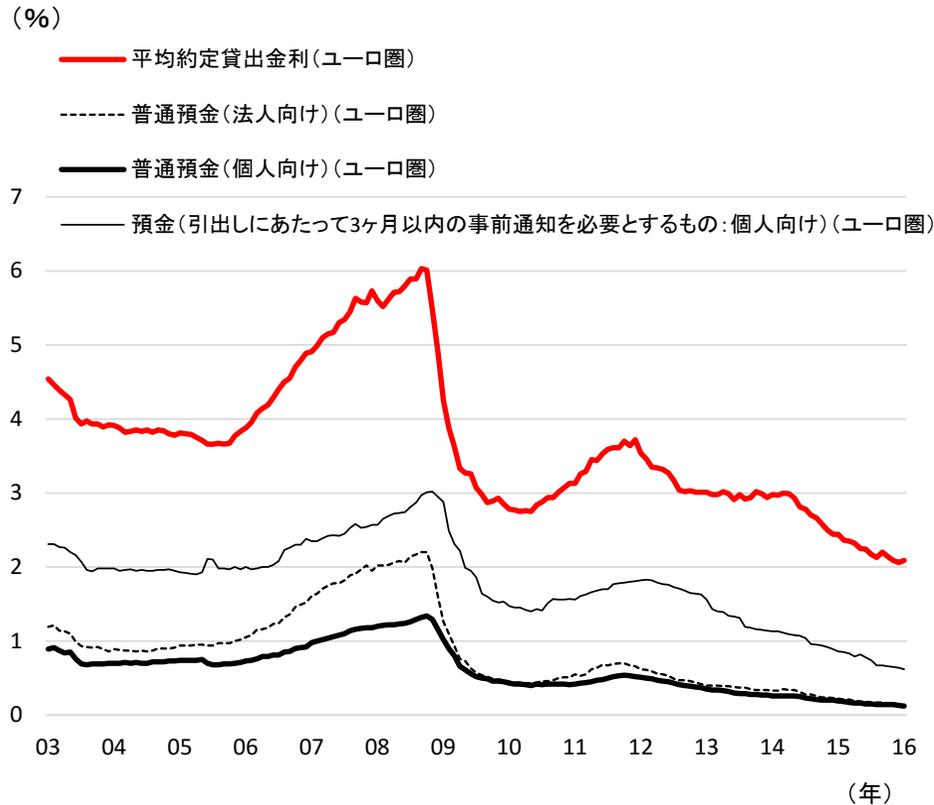
## 日米欧における金融機関の融資基準



注: ECBサーベイのDI化は野村による。

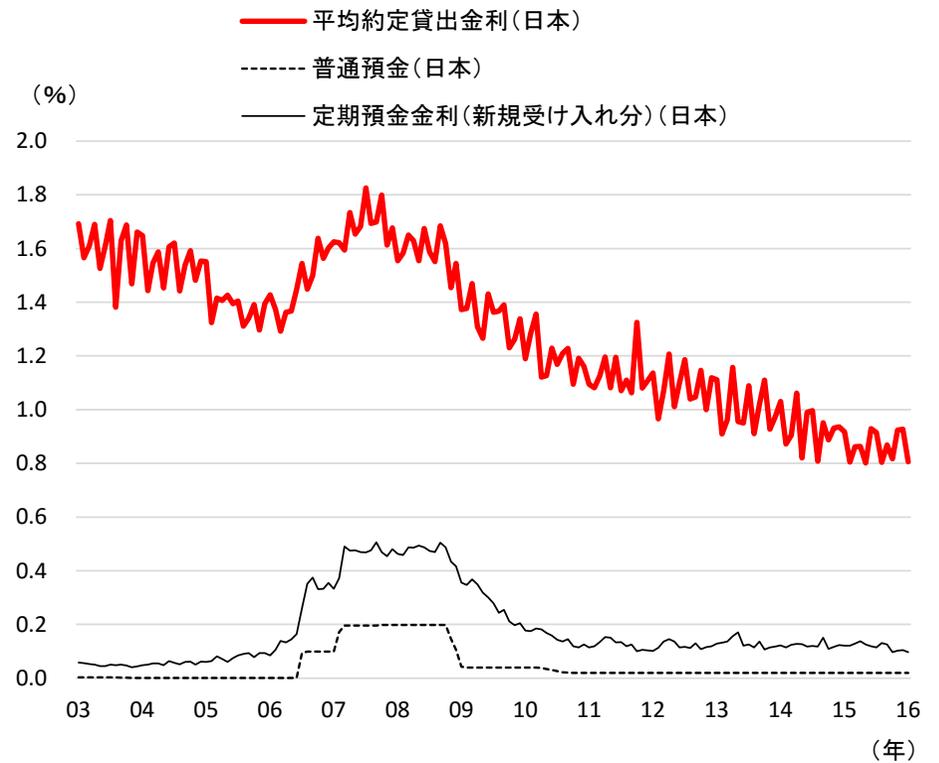
出所: FRB、ECB、日本銀行、CEICデータベース、野村

## 代表的な預貸金利の推移(ユーロ圏)



出所: ECB資料より野村作成

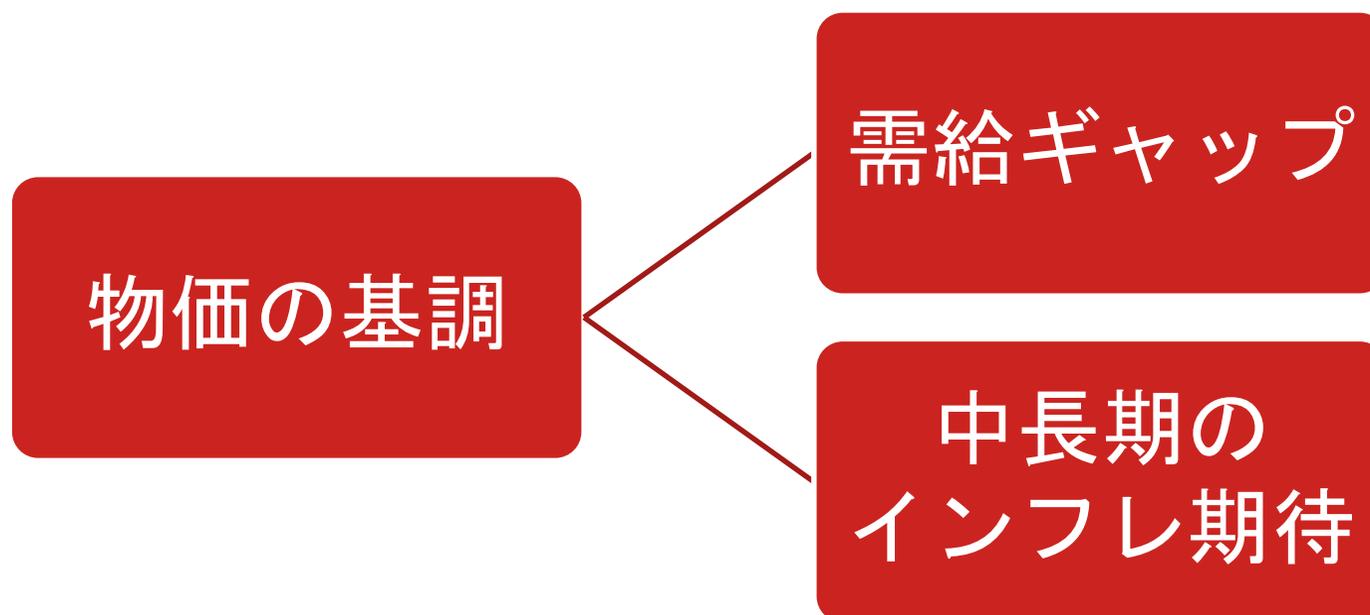
## 代表的な預貸金利の推移(日本)



注: 銀行勘定の国内業務計数。  
出所: 日本銀行資料より野村作成

当面は期待に働きかける政策が継続されると予想

日本銀行が重視する「物価の基調」の決定要因



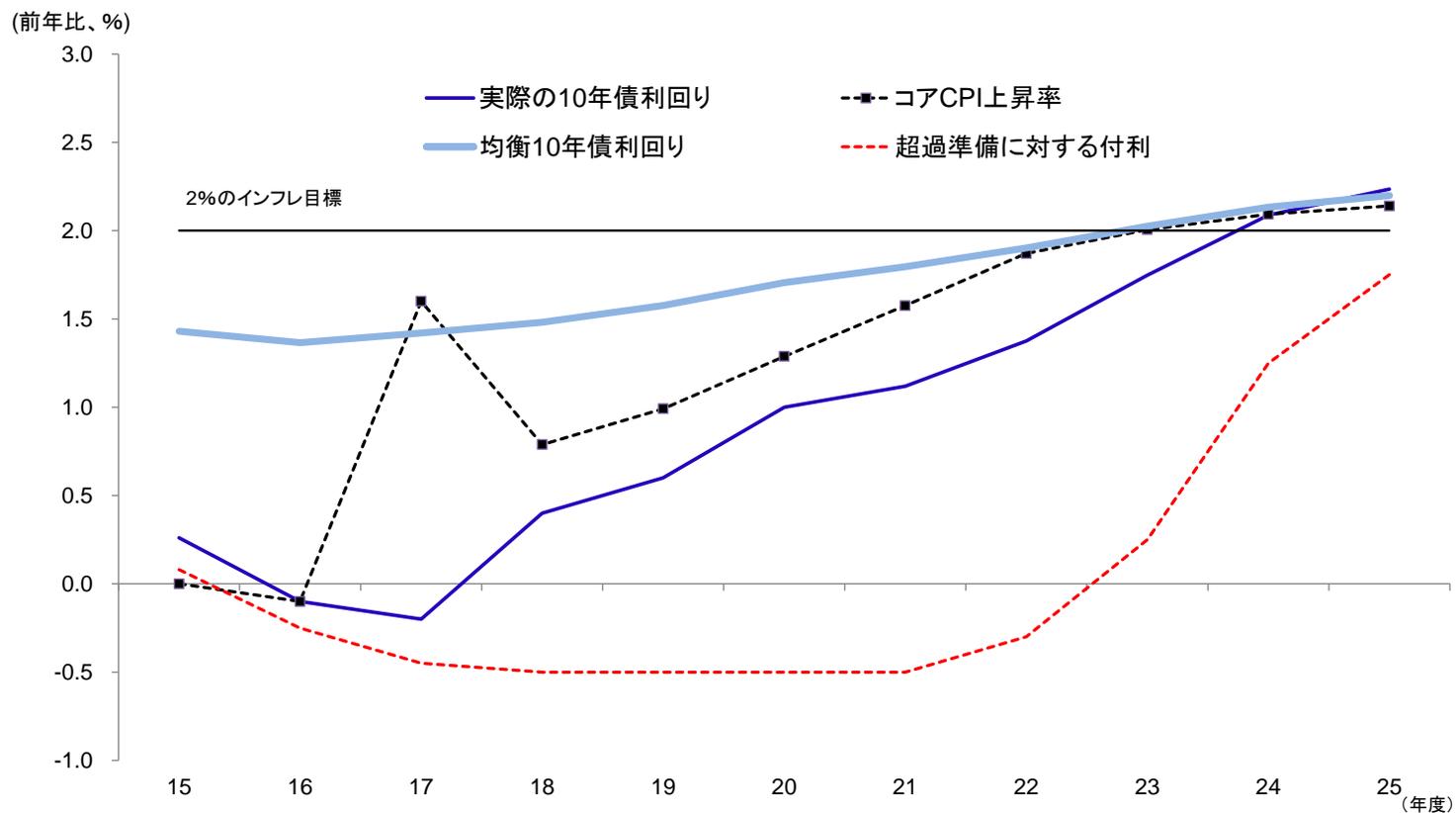
出所:野村

## 今後考えられる追加的緩和の手段

- 1) 政策金利の引き下げ ⇒ マイナス金利の効果・副作用をモニターしながら実施
- 2) リスク資産の買取り額増額
  - 株式ETF買入れ額の増額
  - JREIT買入れ額の増額
- 3) 貸出支援基金による貸出金利を政策金利並みにする(マイナス金利化)
- 4) その他
  - 長期国債は供給制約があるので増額しにくい但不可能ではない
  - 住宅ローン債権など貸出債権の買入れもありうる

- 長期国債買入れ額減額は避けられない
- 2%インフレ達成まではマイナス金利政策が継続される可能性が高い
- 中期的にはイールドカーブをターゲットとする政策への転換が図られよう

## 中期的な政策金利、10年債利回りのイメージ

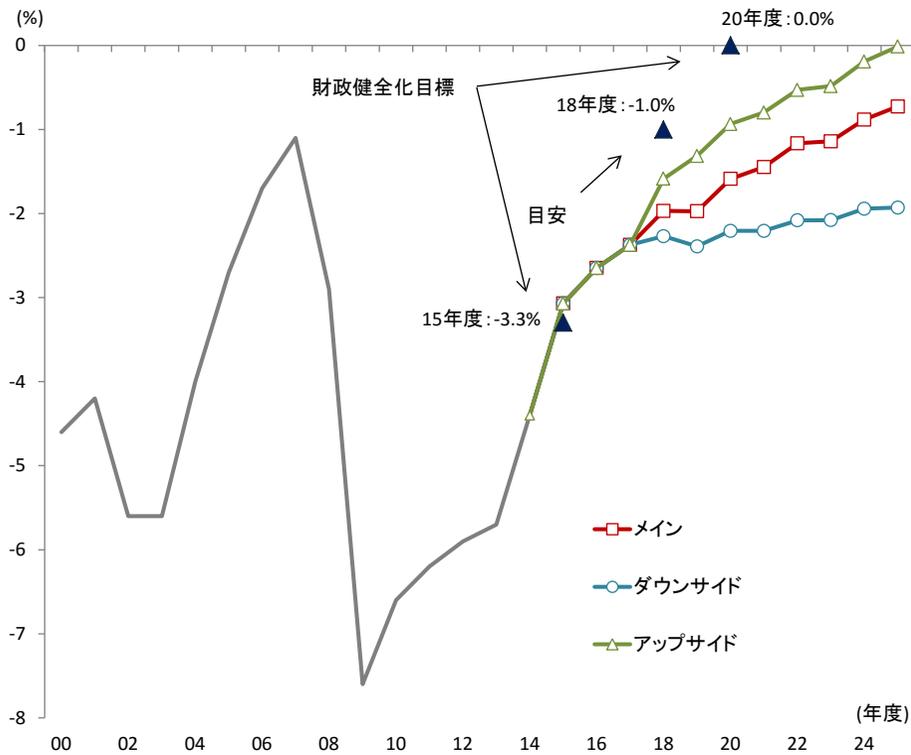


出所: 日本銀行、野村

## 「事実上のイールドカーブターゲット」政策の枠組みについてのオプション

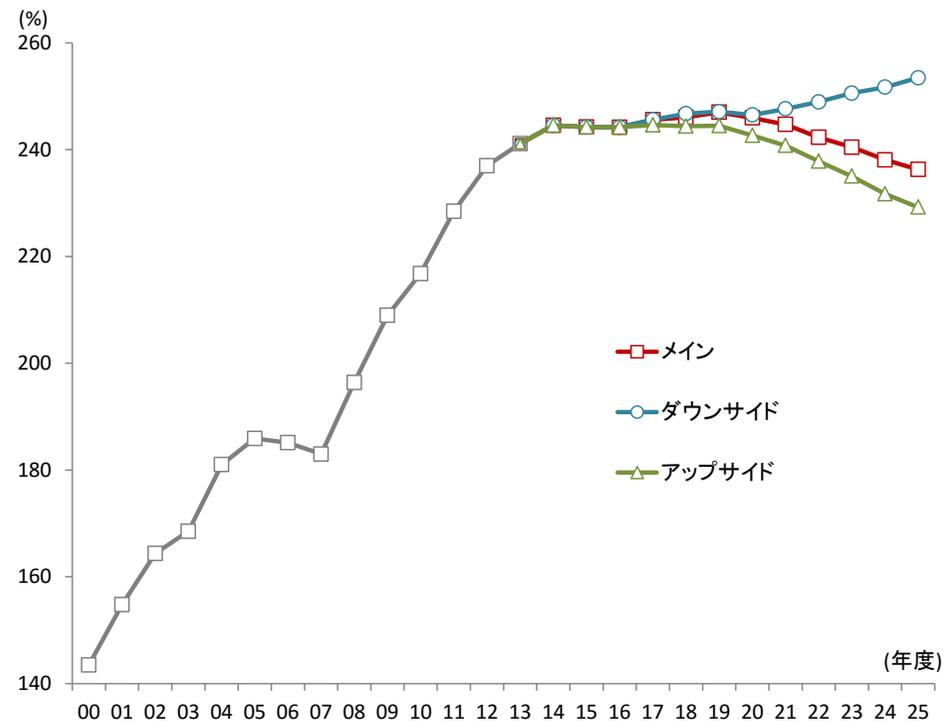
目標とする長期金利へのコミットメント度合い	金利目標の明示方法	国債買入れ(売却)額についての扱い	メリット	デメリット
<p>最も強い</p> <p>最も弱い</p>	<b>オプションI</b> 長期金利ターゲット(名目での特定水準を公表)	国債買入れペースは公表不能(特定の金利水準を維持するための買入れ額(売却額)を事前に特定できないため)	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	(1)金利による調整機能が働きにくくなるため、大規模な資本流出入を招きやすい、(2)目標とされる金利水準への投機的アタックを招きやすい、(3)機動的な政策運営が難しい、(4)政策運営にあたって財務省との合意が必要となる
	<b>オプションII</b> 長期金利レンジターゲット(名目での特定レンジを公表)	同上	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	オプションIで示した要素が該当
	<b>オプションIII</b> 長期金利キャップ(名目での特定水準を公表)	国債買入れペースを目安として公表することは可能	わかりやすい。中央銀行の緩和姿勢を強くコミットすることができる。	オプションIで示した要素が該当
	<b>オプションIV</b> 特定水準を明示しない形での名目長期金利レンジターゲット(政策当局は特定水準のレンジを想定するものの、公表はせず、レンジの幅と中心値の方向性のみについて決定会合毎に明示)	国債買入れペースを目安として公表することは可能	特定水準を明示しないことから、投機的な圧力にさらされる可能性は、オプションI~IIIに比べると低い。	必ずしもわかりやすい政策ではない
	<b>オプションV</b> イールドカーブ全体として緩和ないしは引締め方向を公表	国債買入れペースを目安として公表してコミットメントを示す必要があると思われる	買入れ額を大きく増加させることによって市場へのサプライズ効果を発揮させやすい	(1)QQEと比較すると、中央銀行による金融緩和のコミットメントを示しにくい、(2)国債の供給不足という将来の見通しをふまえれば大幅な買入れ額の増額は困難である

## シナリオ別のGDP比で見た一般政府基礎的財政収支



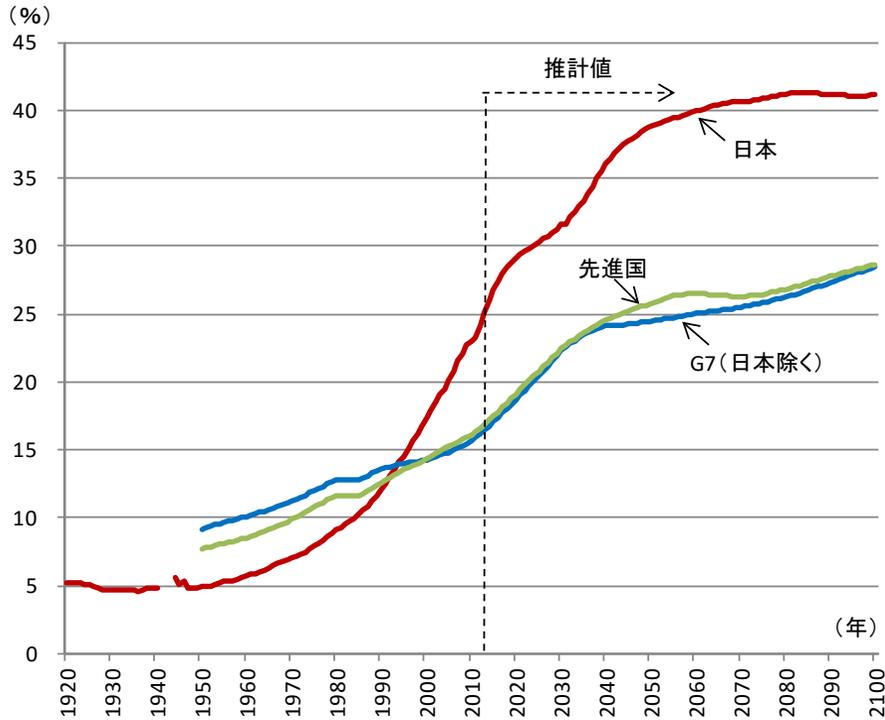
注: 消費税率を、17年度に10%、20年度に11%、22年度に12%、24年度に13%へ引き上げると想定。財政収支は国・地方の合計。  
出所: 財務省、内閣府資料より野村作成

## シナリオ別のGDP比で見た一般政府の債務残高



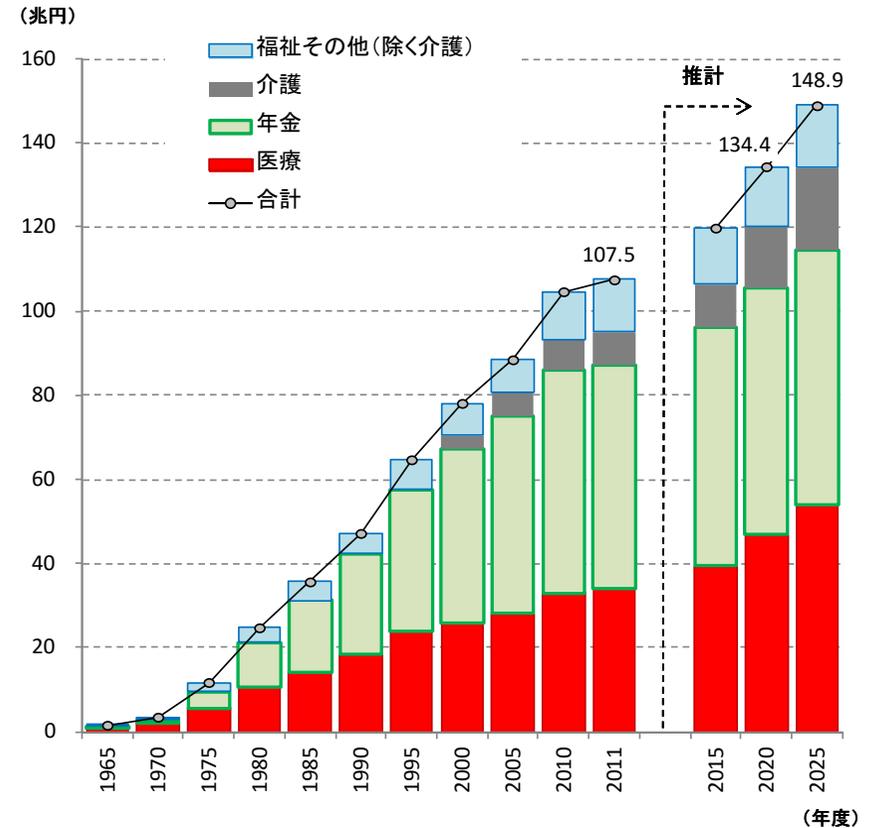
注: 消費税率を、17年度に10%、20年度に11%、22年度に12%、24年度に13%へ引き上げると想定。一般政府の債務残高はIMFベース。  
出所: 財務省、内閣府、IMF資料より野村作成

## 高齢化率の推移



(注) 各年10月1日人口。1941年～1943年のデータは欠損。1944年～46年は66歳以上で計算。1945年～1971年の計数は沖縄県を含まない。2013年の計数は人口推計の速報値。2014年以降は国立社会保障・人口問題研究所による出生中位・死亡中位の予測値。2005年～2010年は補間補正人口の計数を用いて計算。先進国、G7(日本除く)は国連の中位推計値を線形補間したもの。  
(出所) 国連、総務省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村證券作成

## 社会保障給付費の推移と見通し

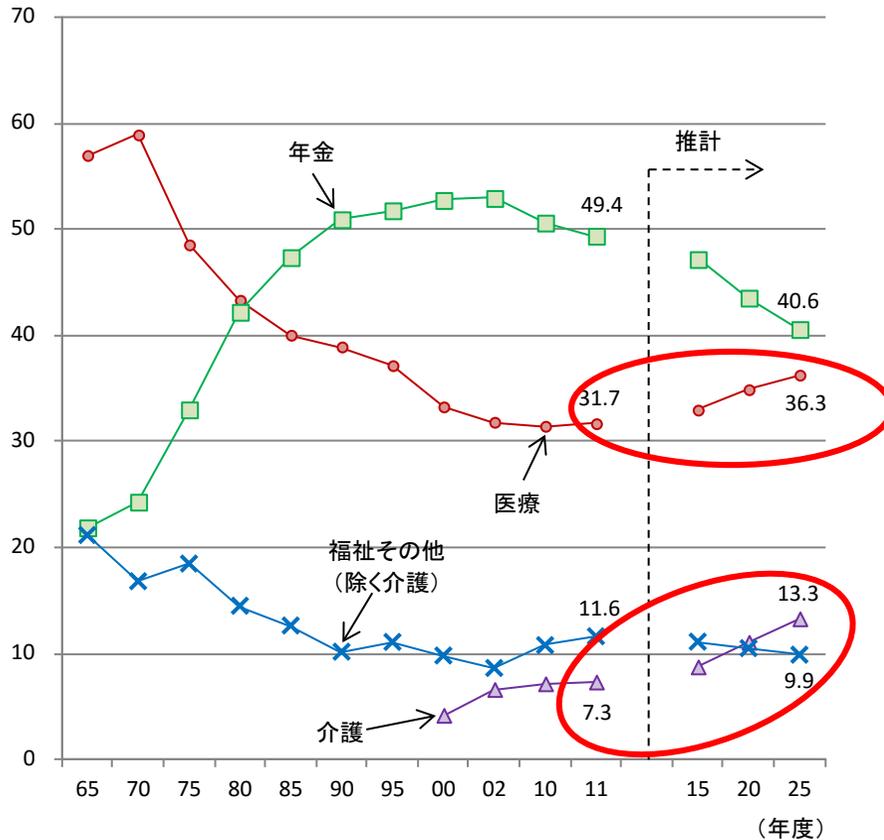


(注) 将来推計の計数は厚生労働省「社会保障に係る費用の将来推計の改定について(平成24年3月)」のものを使用した。  
(出所) 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所資料より野村證券作成

## ➤ 年金については、「マクロ経済スライド」によるコスト削減効果大きい

### 社会保障給付費の構成割合：長期推移と推計

(構成比、%)



(注) 推計値は厚生労働省「社会保障に係る費用の将来推計の改定について(平成24年3月)」のもの。

(出所) 厚生労働省、社人研資料より野村證券作成

### 制度別にみた公費負担額の見通し

(単位: 兆円)

年金部門	12年度	15年度	20年度
支出	53.8	56.5	58.5
保険料負担	33.1	35.4	45.3
<b>公費負担</b>	<b>12.4</b>	<b>12.9</b>	<b>13.2</b>
医療部門	12年度	15年度	20年度
支出	35.1	39.5	46.9
保険料負担	20.1	22.2	25.5
<b>公費負担</b>	<b>15.0</b>	<b>17.2</b>	<b>21.4</b>
介護部門	12年度	15年度	20年度
支出	8.4	10.5	14.9
保険料負担	3.7	4.6	6.5
<b>公費負担</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>8.4</b>
子ども・子育て	12年度	15年度	20年度
支出	4.8	5.5	5.8
保険料負担	0.8	0.9	0.9
<b>公費負担</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.9</b>
その他	12年度	15年度	20年度
支出	7.4	7.8	8.4
保険料負担	2.9	3.1	3.3
<b>公費負担</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>5.1</b>
公費負担額	12年度	15年度	20年度
<b>合計</b>	<b>40.6</b>	<b>45.4</b>	<b>53.0</b>
増分(12年度から)	-	4.8	12.4

(出所) 厚生労働省「社会保障に係る費用の将来推計について<改定後>平成24年3月」に基づき野村作成

# Appendix A-1

## アナリスト証明

私 Tomo Kinoshitaは、(1)レポートに記述されている全ての見方が私のここで議論した全ての証券や発行企業に対する私の見方を正確に反映していることを保証いたします。(2)さらに、私は私の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、(3)米国のNSI、英国のNIPあるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

## 重要なディスクロージャー

### リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

野村のリサーチは、[www.nomuranow.com/research](http://www.nomuranow.com/research)、ブルームバーグ、キャピタルIQ、ファクトセット、MarkitHub、ロイター、トムソン・ワンでご覧いただけます。重要なディスクロージャーにつきましては、<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>にてご参照いただくか、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(1-877-865-5752)までお申し出ください。ウェブサイトへのアクセスでお困りの場合には[grpsupport@nomura.com](mailto:grpsupport@nomura.com)にお問い合わせください。

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づくリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSIの関係者ではない場合があります。また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRAの規則2711やNYSEの規則472を適用されない場合があります。

ノムラ・グローバル・フィナンシャル・プロダクツ・インク(「NGFP」)、ノムラ・デリバティブ・プロダクツ・インク(「NDPI」)およびノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)は、商品先物取引委員会および米国先物取引委員会にスワップ・ディーラーとして登録されています。NGFP、NDPIおよびNIplcは、通常業務として、先物およびデリバティブ商品のトレーディングに従事しており、いずれの商品も本レポートの対象となることがあります。

本レポートに記載されている執筆者は特に断りがない限り、リサーチ・アナリストです。ノムラ・インターナショナルplcの一部のリサーチ・レポートに記載されている産業スペシャリスト(Industry Specialist)は、調査対象セクターに関係するセールスおよびトレーディング業務にあたる従業員です。産業スペシャリストは、氏名が記載されているレポートの内容にはいかなる形でも関与しておりません。

## ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村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、あるいはその関連会社または子会社を指し、また、1以上の野村グループ会社を指すこともあり、日本の野村證券(「NSCJ」、英国のノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、香港の野村国際(香港)(「NIHKJ」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIKJ」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報はKOFIAのイントラネット<http://dis.kofia.or.kr>でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSLJ」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NALJ」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアのP.T.ノムラ・インドネシア(「PTNIJ」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシアSdn. Bhd.(「NSMJ」)、台湾のNIHK 台北支店(「NITBJ」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASLJ」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインのNIplc マドリード支店(「NIplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNSタイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNSJ」)に雇用された当該アナリストが、リサーチ・アシスタント・アグリーメントに基づき、NSLJにリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスーズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。

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)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。

野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任を負いません。これによ

り、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

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

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、（不注意あるいは他の理由による）誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め（ただしこれに限定されない）、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士、損失コスト、費用（損失収入または利益、機会コストを含む）に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc.（「MSCI」）の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスは、野村証券株式会社が公表している指数で、その知的財産権は野村証券株式会社及びRussell Investments に帰属します。なお、野村証券株式会社及びRussell Investments は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

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

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定との簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

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。

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

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法（第289条）で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIIにより配布されます。NSII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、)「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「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

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

### 日本で求められるディスクレイマー

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

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

### 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。

ご要望に応じて追加情報を提供いたします。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 © 2015 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.

Disclosures as of 18-Dec-2015.