

BBLセミナー プレゼンテーション資料

2015年6月17日

内外景気と資産市場
—金融政策の正常化は必要か？

白川 浩道

「内外景気と資産市場～金融政策の正常化は必要か？」

2015年6月17日(水)

白川浩道

クレディ・スイス証券株式会社

マネージングディレクター

チーフ・エコノミスト, Ph.D.

債券本部 経済調査部長

+81 3 4550 7117

hiromichi.shirakawa@credit-suisse.com

重要な開示情報およびアナリスト・サーティフィケーションは巻末のディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。

資料の構成

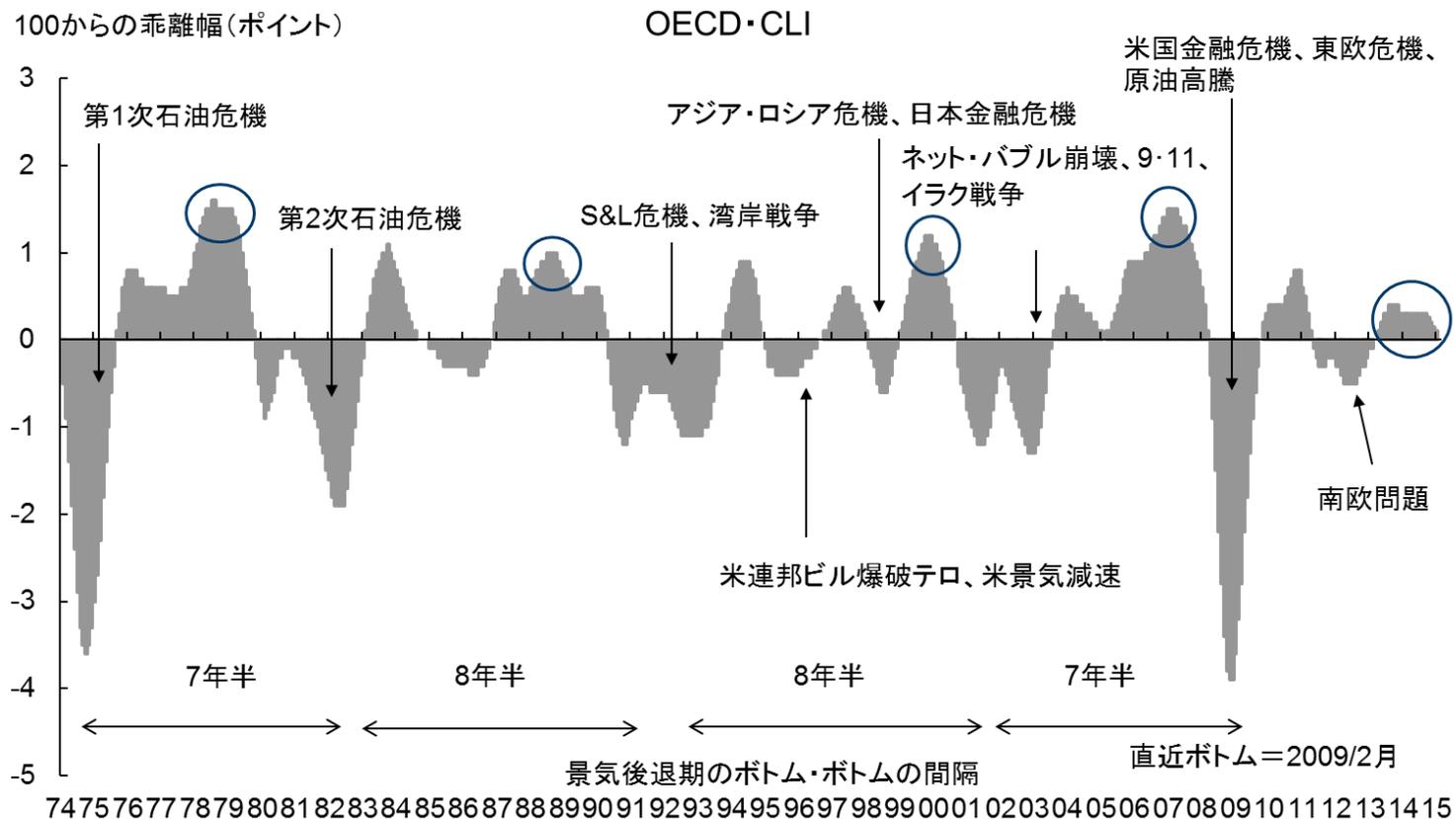
1. 根強いデフレーション圧力
2. 加速感が乏しい日本経済
3. 低下する米国の潜在成長率
4. 不安定性が増す金融市場
5. <参考> 弊社経済予測

1. 根強いディスインフレ圧力

ポイント

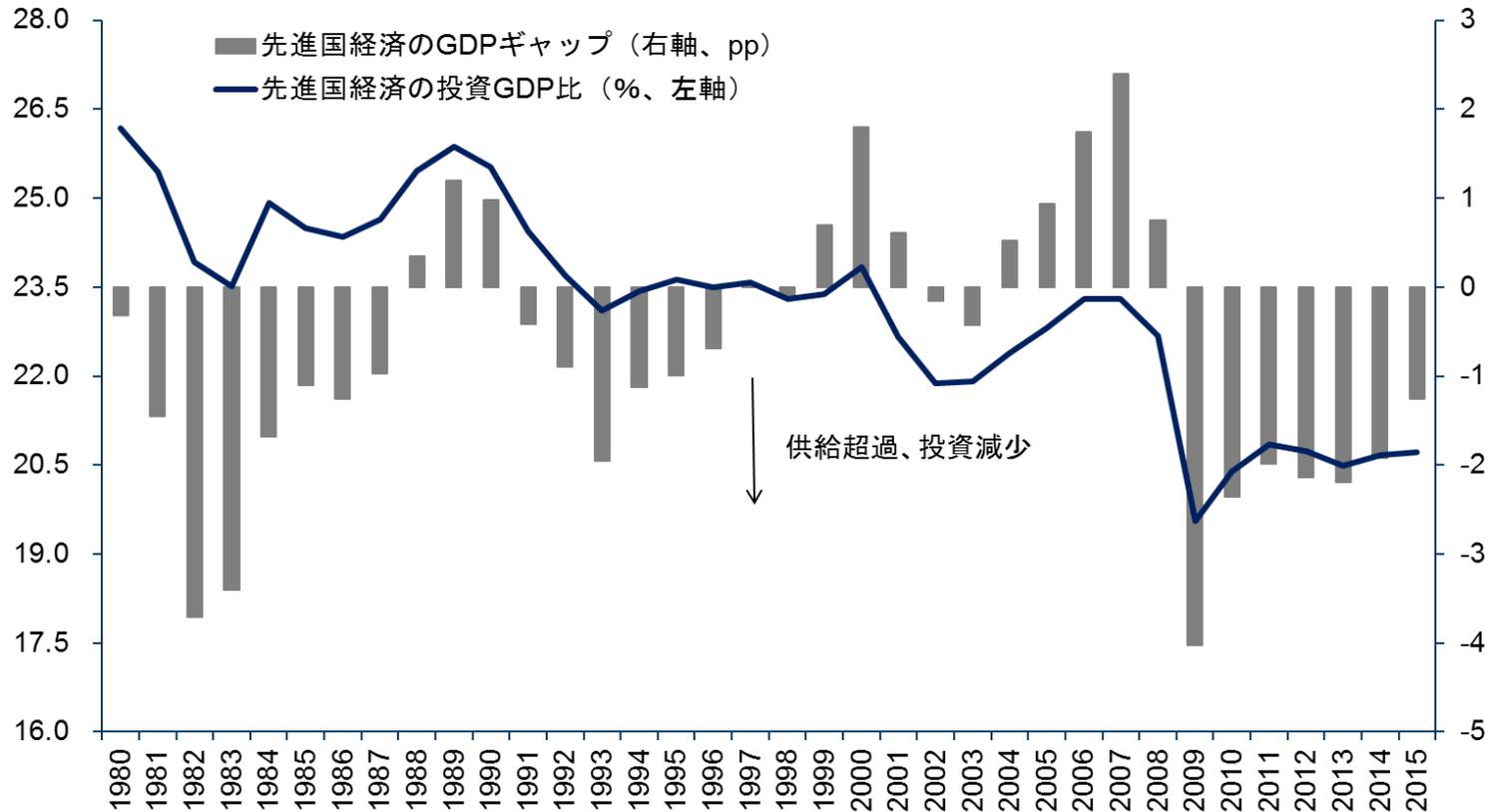
- 先進国景気の回復は7年目に入り、成熟期を迎えている
- しかし、先進国経済、新興市場・途上国経済ともに、いわゆる“デフレ・ギャップ”（供給超過）が解消されておらず、商品市況の下落基調が変化する可能性は低い
- 米国では、“川上”の物価下落圧力が“リーマン・ショック”発生直後のそれに匹敵するものとなっており、ゼロ・インフレ状態の長期化が見込まれる
- 米国のデフインフレはドル高傾向を伴っているが、ドル高は、一部新興国経済や日・欧のリフレ策拡大を抑制するため、世界的な“デフレ・ギャップ”解消を遅らせる
- 世界規模で財政拡張政策が実施されない限り、“デフレ・ギャップ”の解消には、少なくとも、数年はかかるのではないかと（先進国中銀が金融政策の正常化を模索するのは時期尚早か）

OECD景気先行指数: 直近ボトムから6年強が経過し、中期循環的回復局面は、日米を中心に、成熟期を迎えている



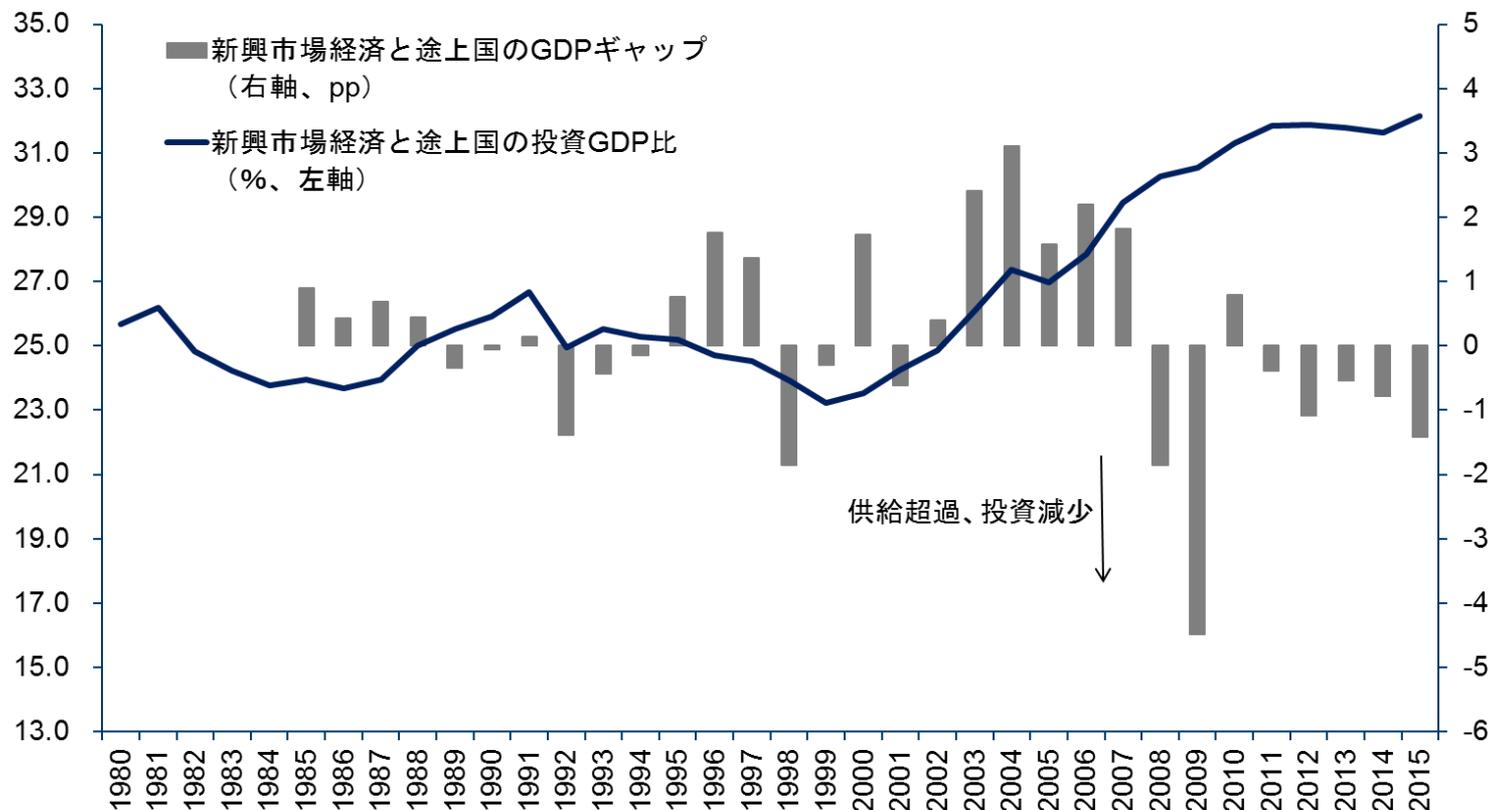
出所: OECD、Credit Suisse

先進国経済のGDPギャップと投資GDP比: デフレ・ギャップ が解消されておらず、投資GDP比は低迷している



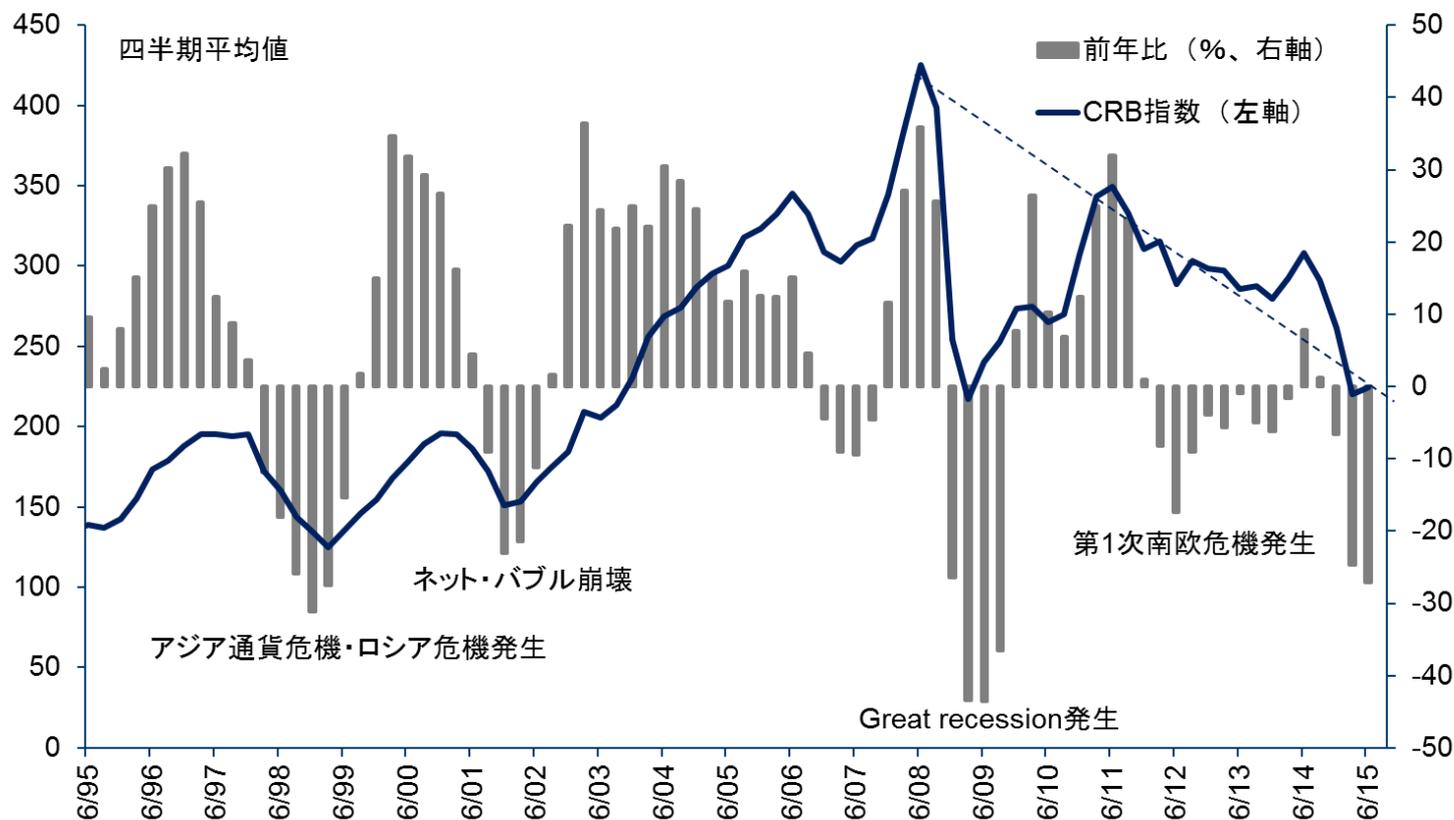
注: 2014、15年はIMF予測値
出所: IMF、Credit Suisse

新興市場・途上国経済のGDPギャップと投資GDP比：デフレ・ギャップが継続しており、投資GDP比の上昇が止まった



注：2014、15年はIMF予測値、GDPギャップは過去5年間の平均成長率と当該年の成長率の格差（弊社推計）
 出所：IMF、Credit Suisse

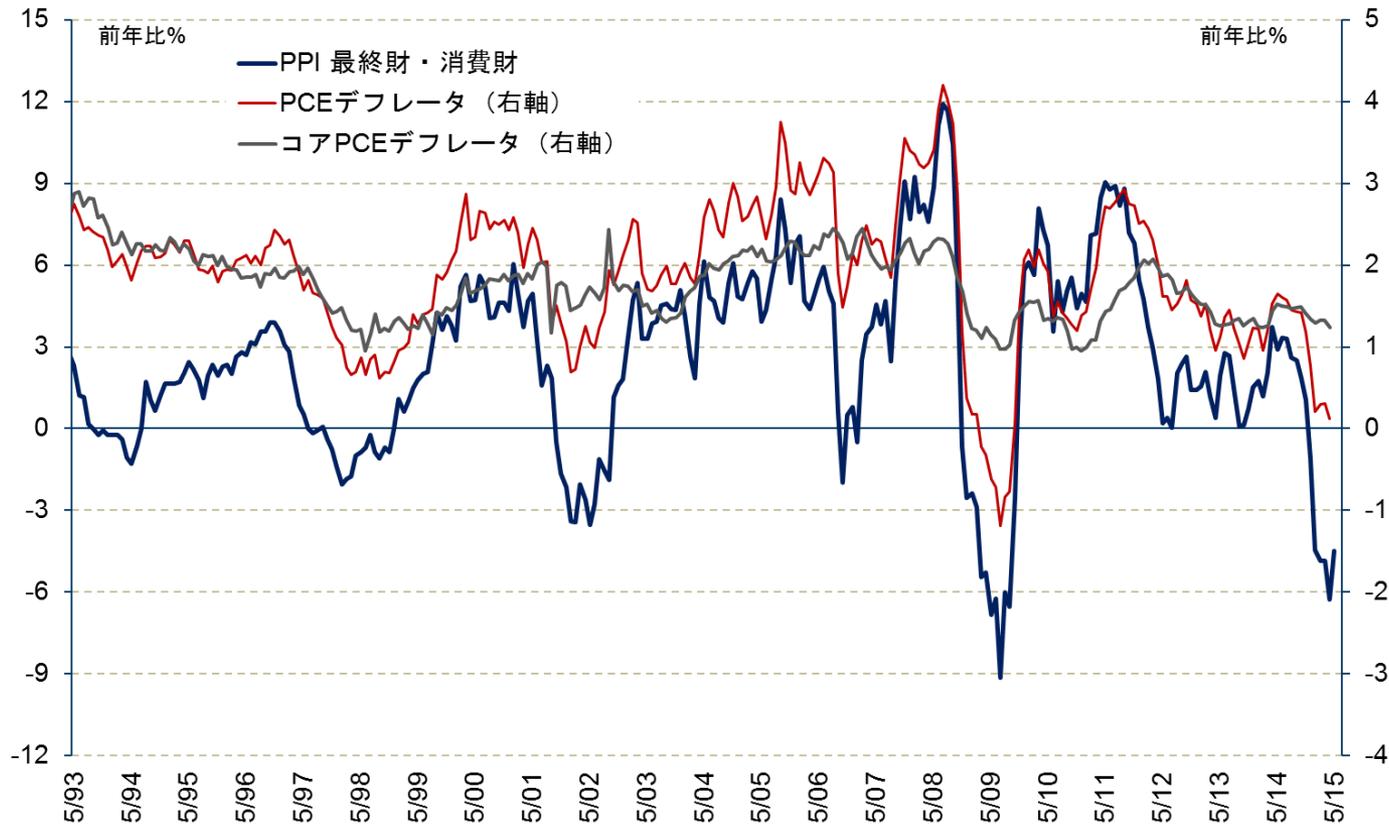
国際商品相場(CRB指数): 世界的な供給過剰状態を背景に、2008年央以降、商品相場は趨勢的な下落傾向



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

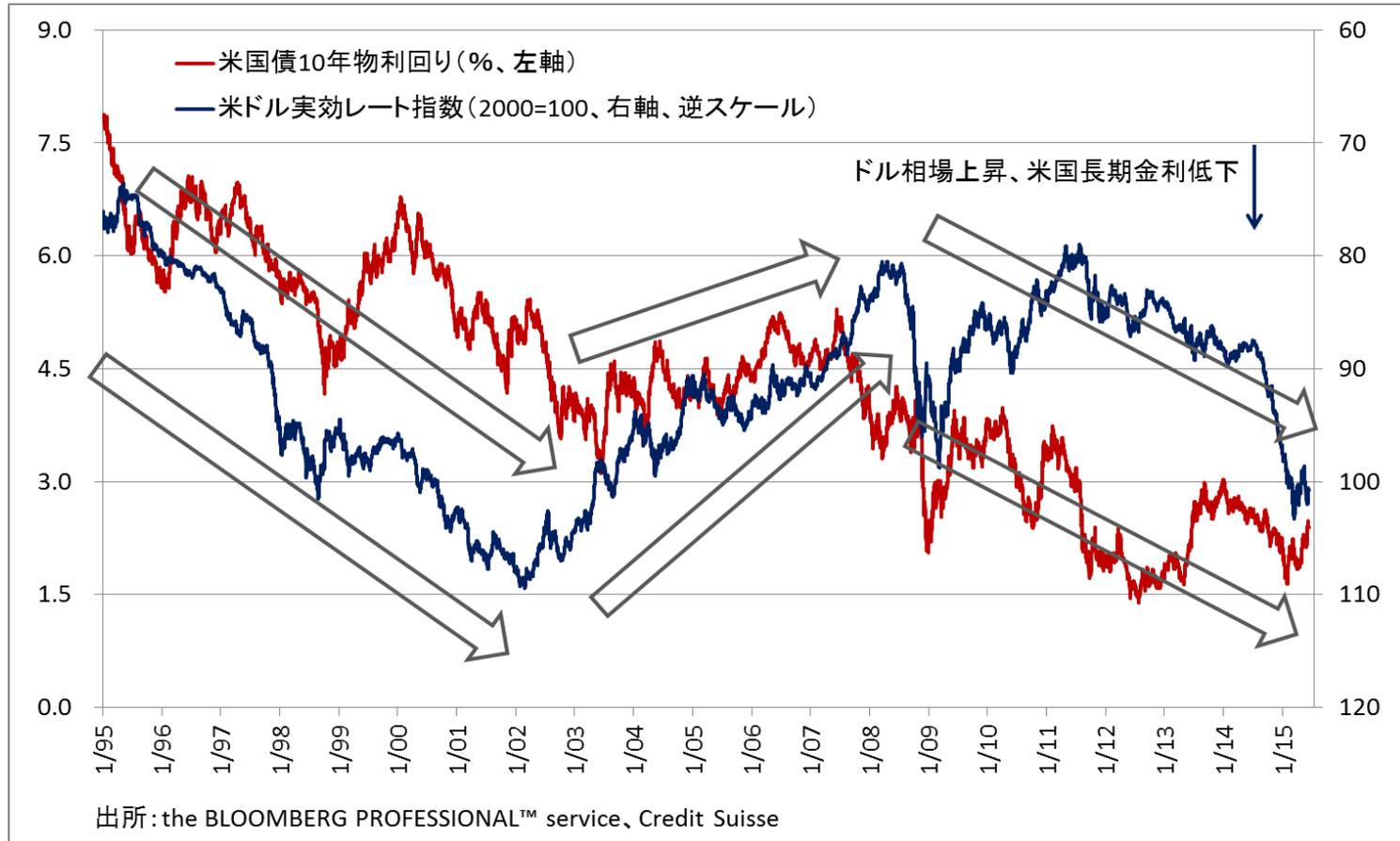
15年4-6月期は6/12日までの平均

米国の物価データ: 生産者物価下落幅は大きく、個人消費デフレーター(PCEデフレーター)はマイナス圏に突入も

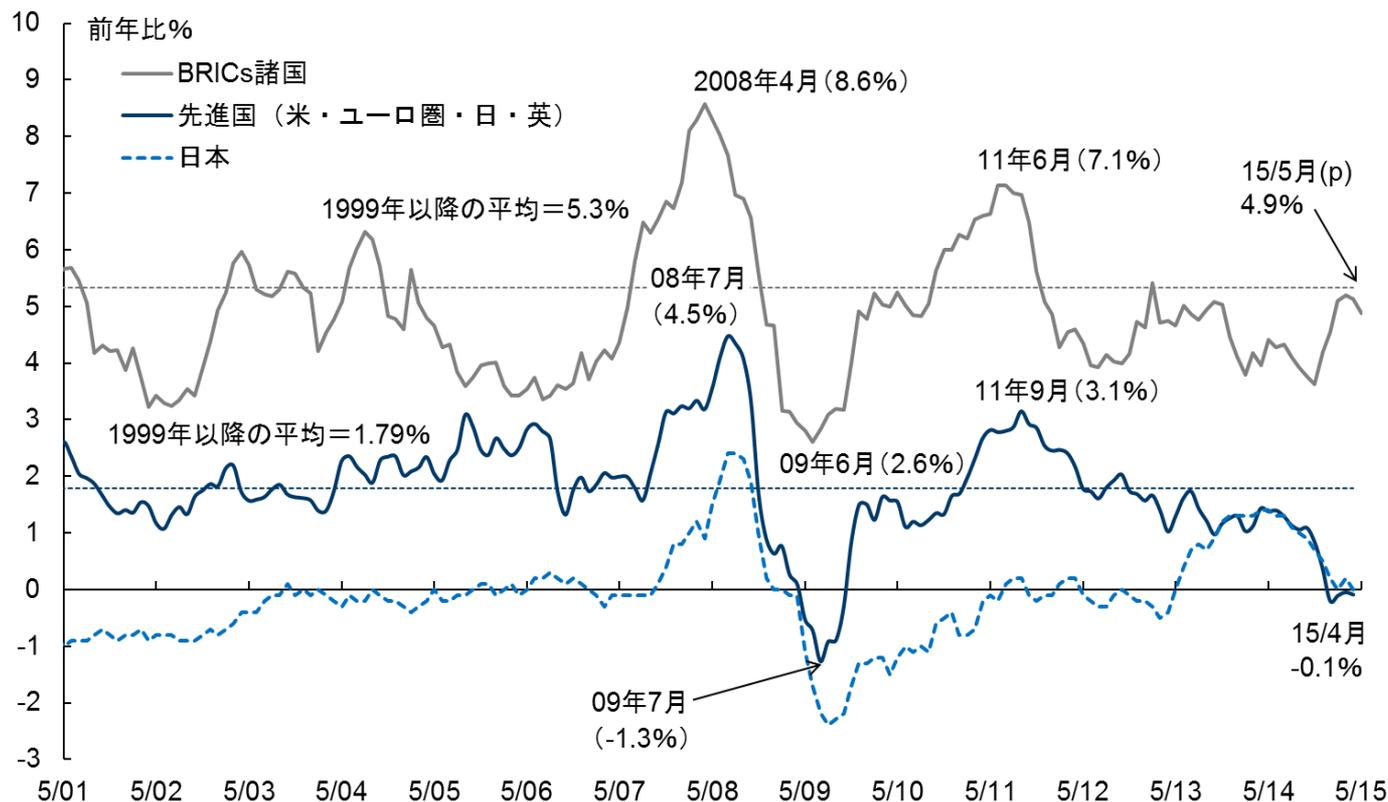


出所: 米労働省、BEA、Credit Suisse

米ドル実効相場と米国長期金利:2008年以降、米国インフレ率低下、米国長期金利低下、米ドル高の展開



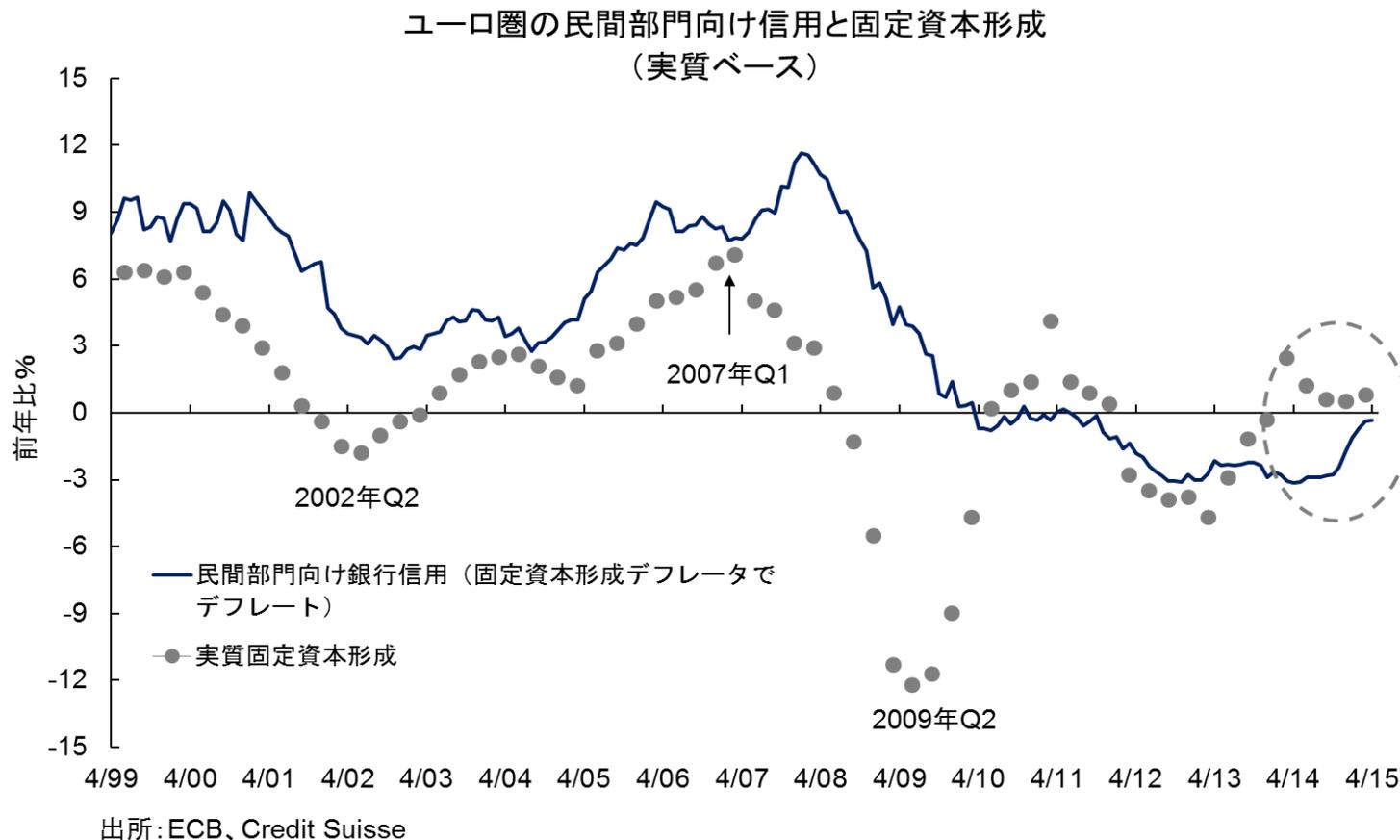
先進国、BRICsのインフレ率：ドル高は一部新興国等のインフレ率に上昇圧力をかけ、金融緩和拡大を抑制するため、世界的なデフレ・ギャップの解消を遅延させる



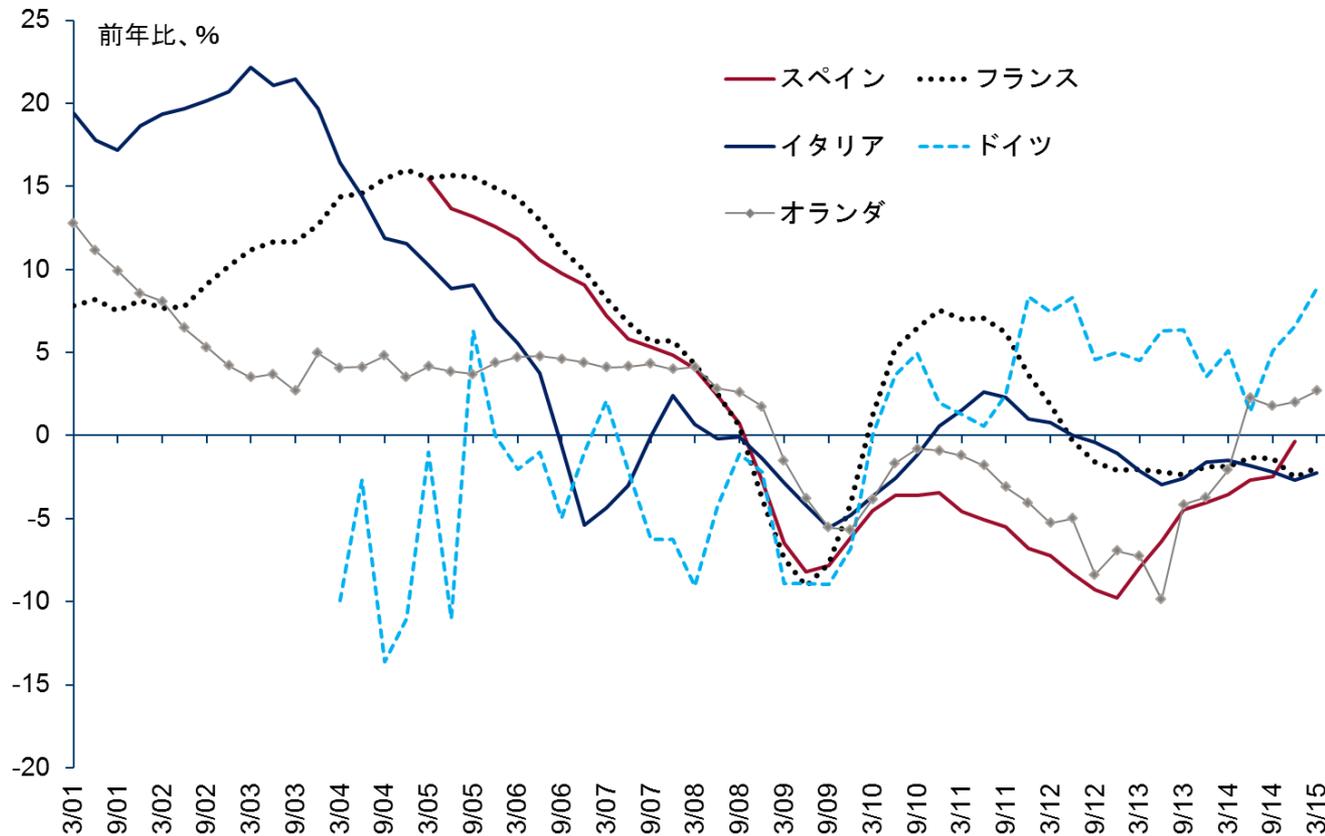
出所：各国消費者物価統計、Credit Suisse

日本は消費税増税の効果を除くベース

＜参考＞ユーロ圏の民間部門向け信用と固定資本形成： 銀行信用が下げ止まり、投資活動は安定（投資不況の最悪期を脱した模様）

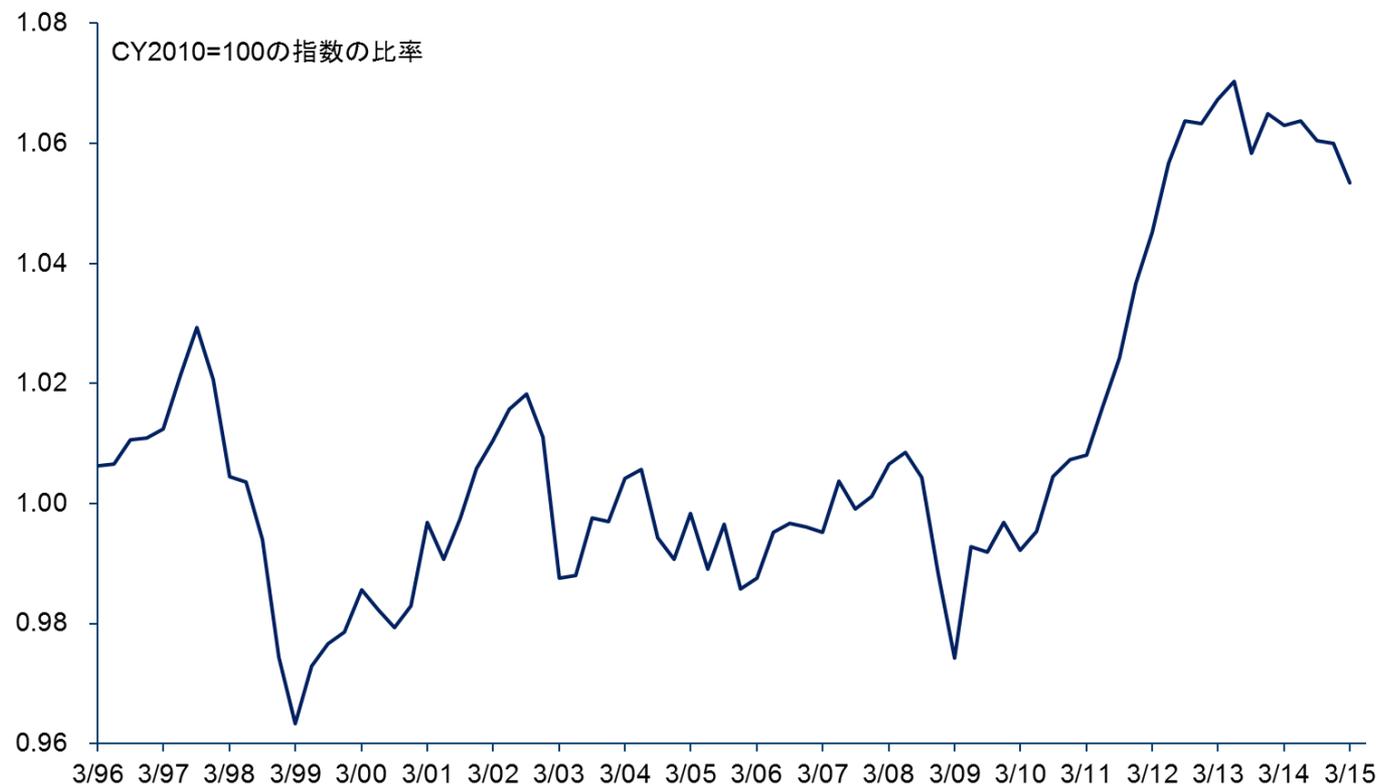


＜参考＞ユーロ圏主要国の住宅価格：ドイツ、オランダなどでは上昇傾向がはっきりしてきたが、フランス、イタリアでは弱含んでいる（住宅投資の回復はまだ見込みにくい）



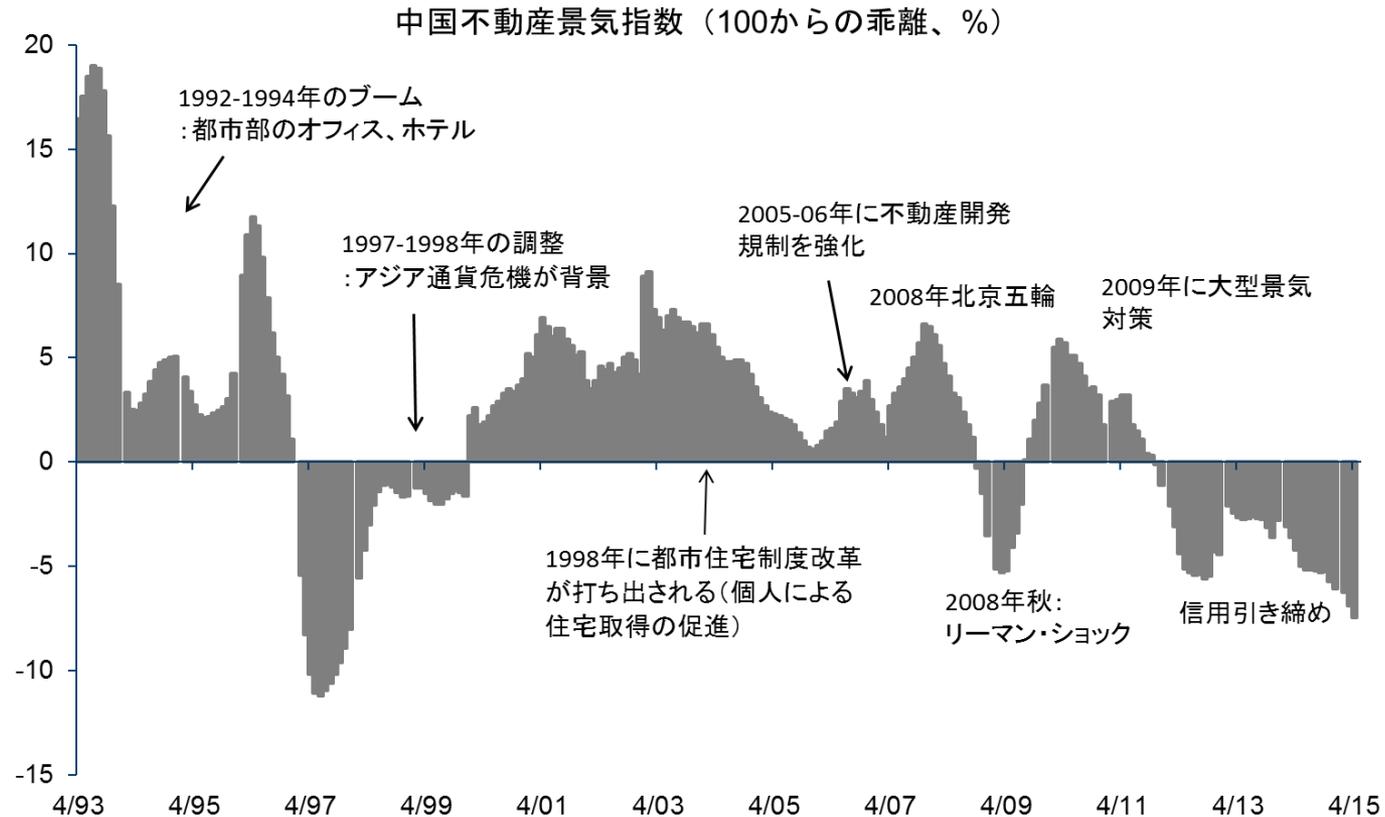
出所：EUROSTAT, 各国統計、Credit Suisse

＜参考＞ユーロ圏の実質輸出・実質輸入比:2014年以降は緩やかに低下傾向(足元のユーロ圏景気回復は物価下落による個人消費の回復に支えられたもの)



出所: ECB、Credit Suisse

<参考>中国の不動産景気指数：“二番底”を付ける展開となっており、不動産不況の景気下押し圧力は高まっている



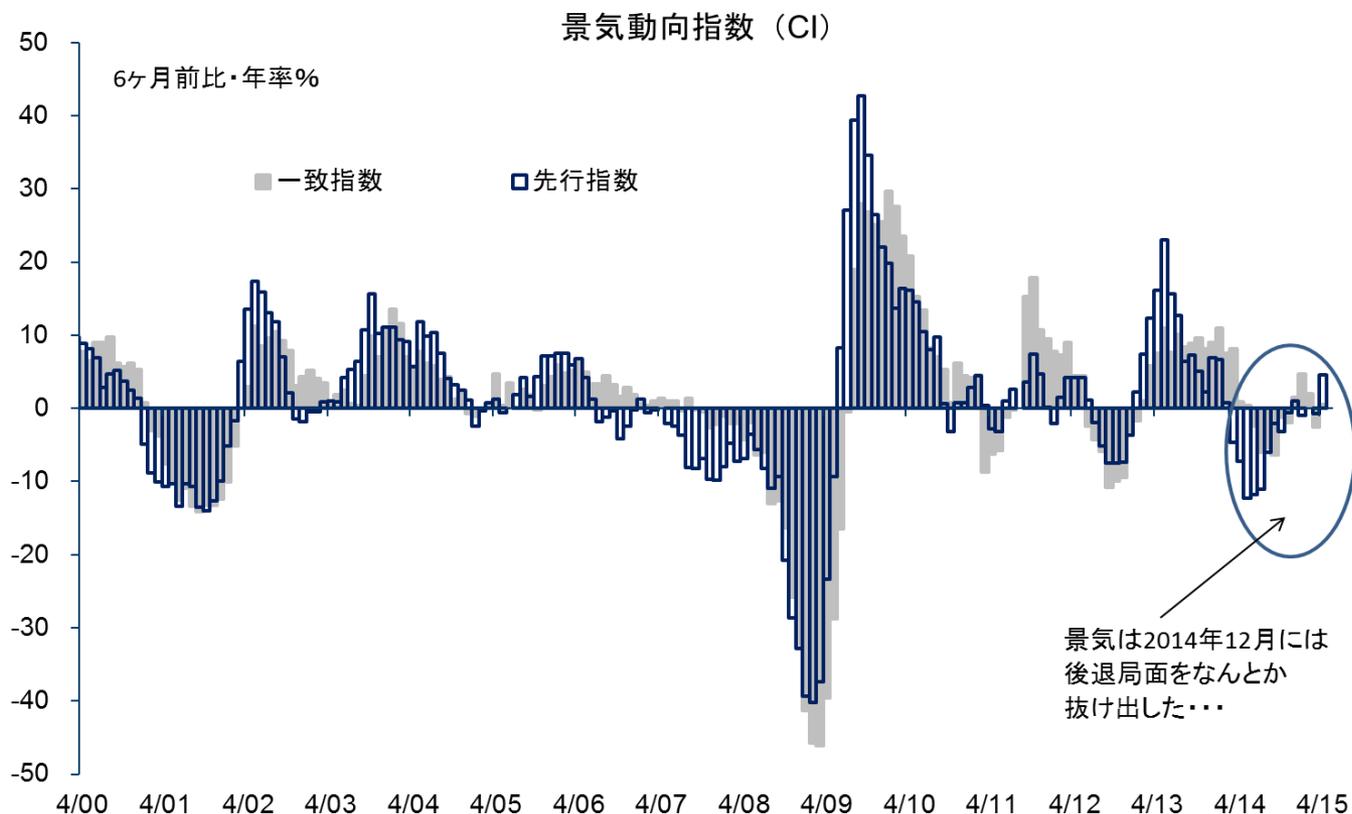
出所：中国国家统计局、Credit Suisse

2. 加速感が乏しい日本経済

ポイント

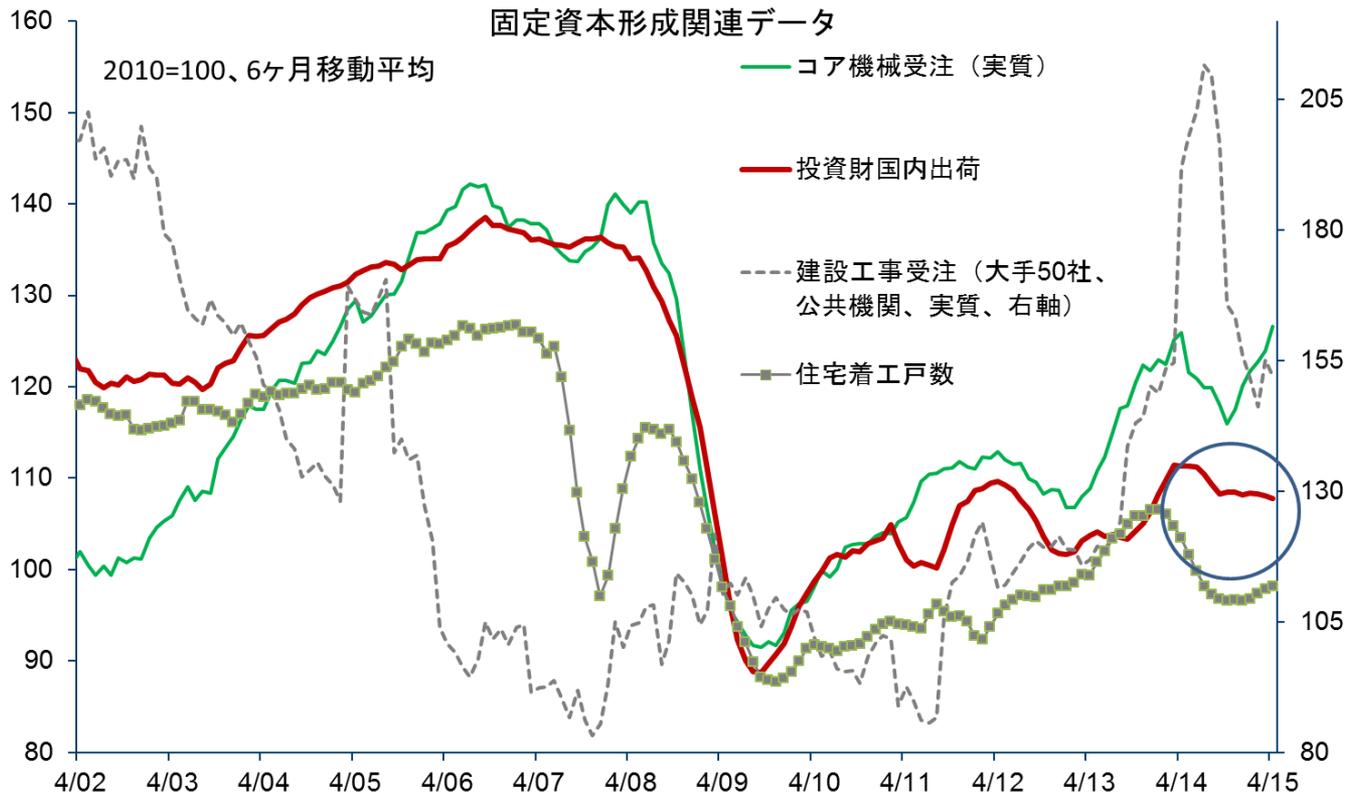
- 国内景気は、昨年12月頃に、後退局面を脱した
- 民間企業による機械投資は再び回復基調にあるが、公共投資は減少基調、住宅投資も低空飛行で、固定資本投資全体でみた回復力は弱い—民間企業設備投資についても、循環的には成熟局面
- 2014年(度)の労働生産性低下を受けて、就業人口と労働時間の伸び率は鈍化へ—名目賃金伸び率の大幅上昇も期待薄でマクロ的な雇用者所得の成長率は幾分低下する見込み
- 家計貯蓄率は、12年後半～14年夏の“低下局面”の反動から2015年度一杯は上昇傾向を辿る見込みで、個人消費の回復を抑制する見通し
- 国内景気の加速感は乏しく、インフレ率の上昇は当面ゆっくりしたものになる見込み(コアCPI前年比:2016年度+0.6%程度)

内閣府景気動向指数(CI):国内景気は後退的な局面から何とか脱した模様であるが、回復力はまだ弱い(先行指数が一進一退の状況にある)



出所:内閣府、Credit Suisse

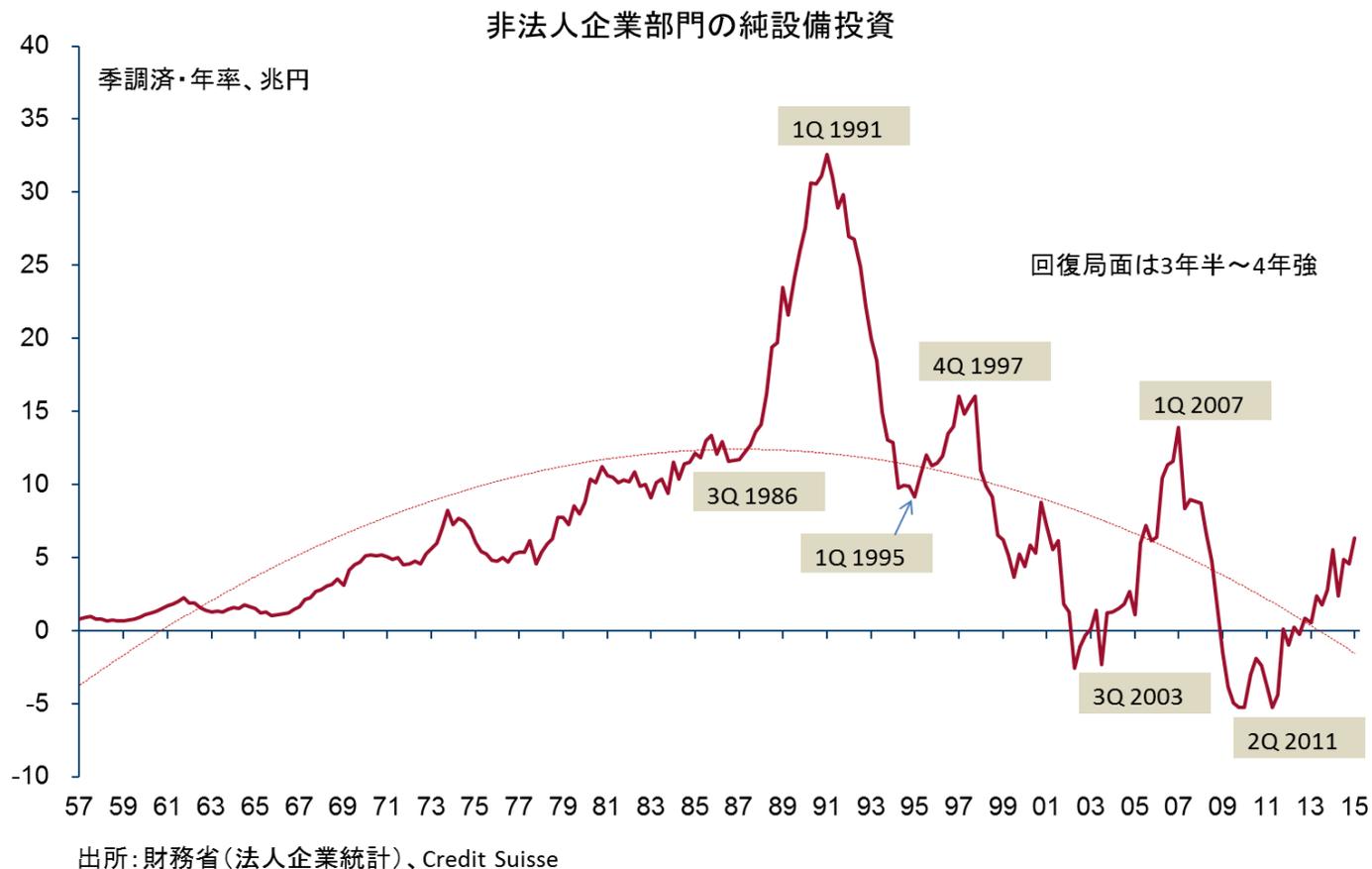
固定資本形成関連指標：国内投資財（資本財+建設財）出荷は2014年前半に一旦ピークを打ち、弱含みの状態



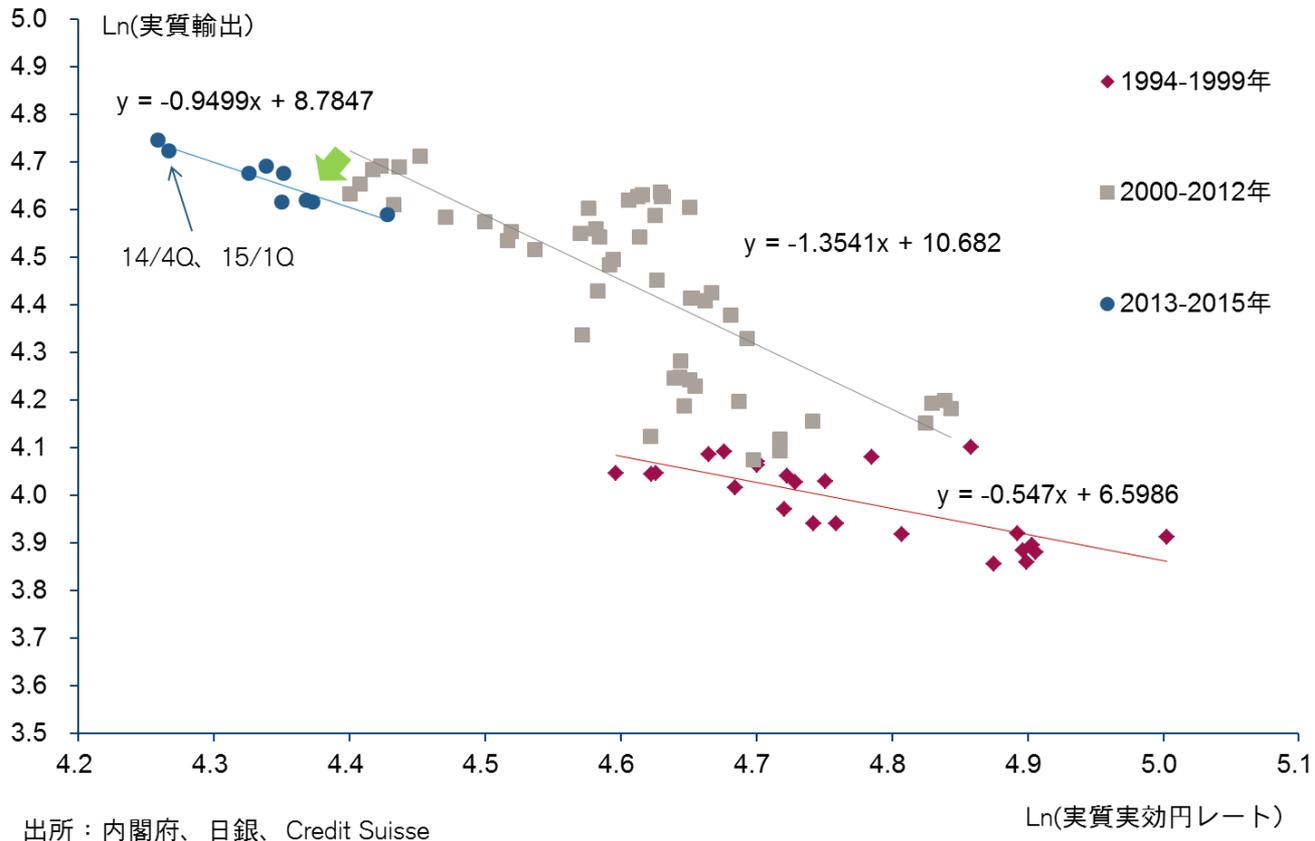
注：機械受注と建設工事受注の実質化にはCGPIデータを利用

出所：内閣府、日銀、国交省、経済産業省、Credit Suisse

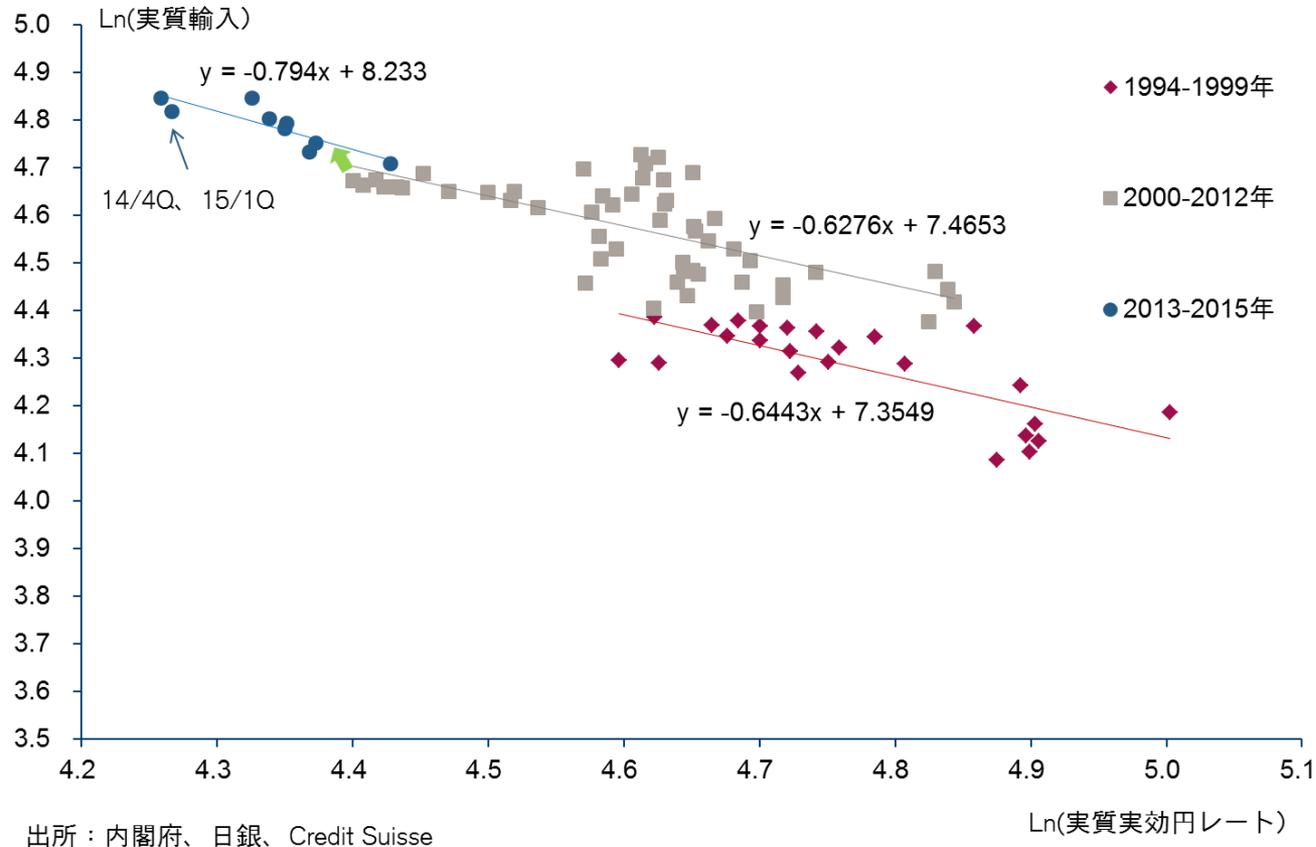
非金融法人企業の純設備投資：償却・投資循環は、15年度中の純投資増加を示唆しているが、増加局面は終盤に



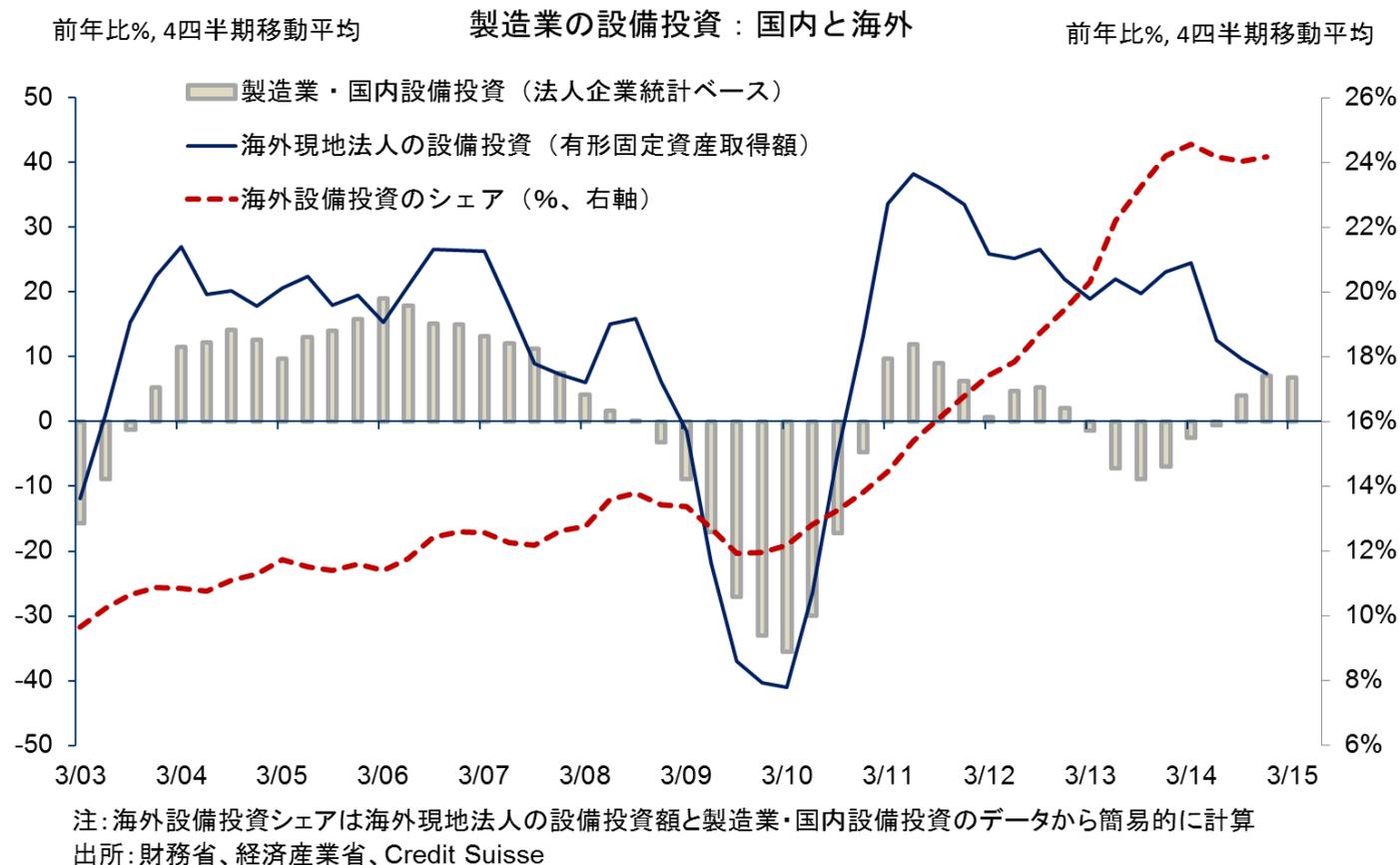
実質実効円相場と実質輸出(自然対数値): 実質輸出の為替感応度が低下、水準がやや下方シフト



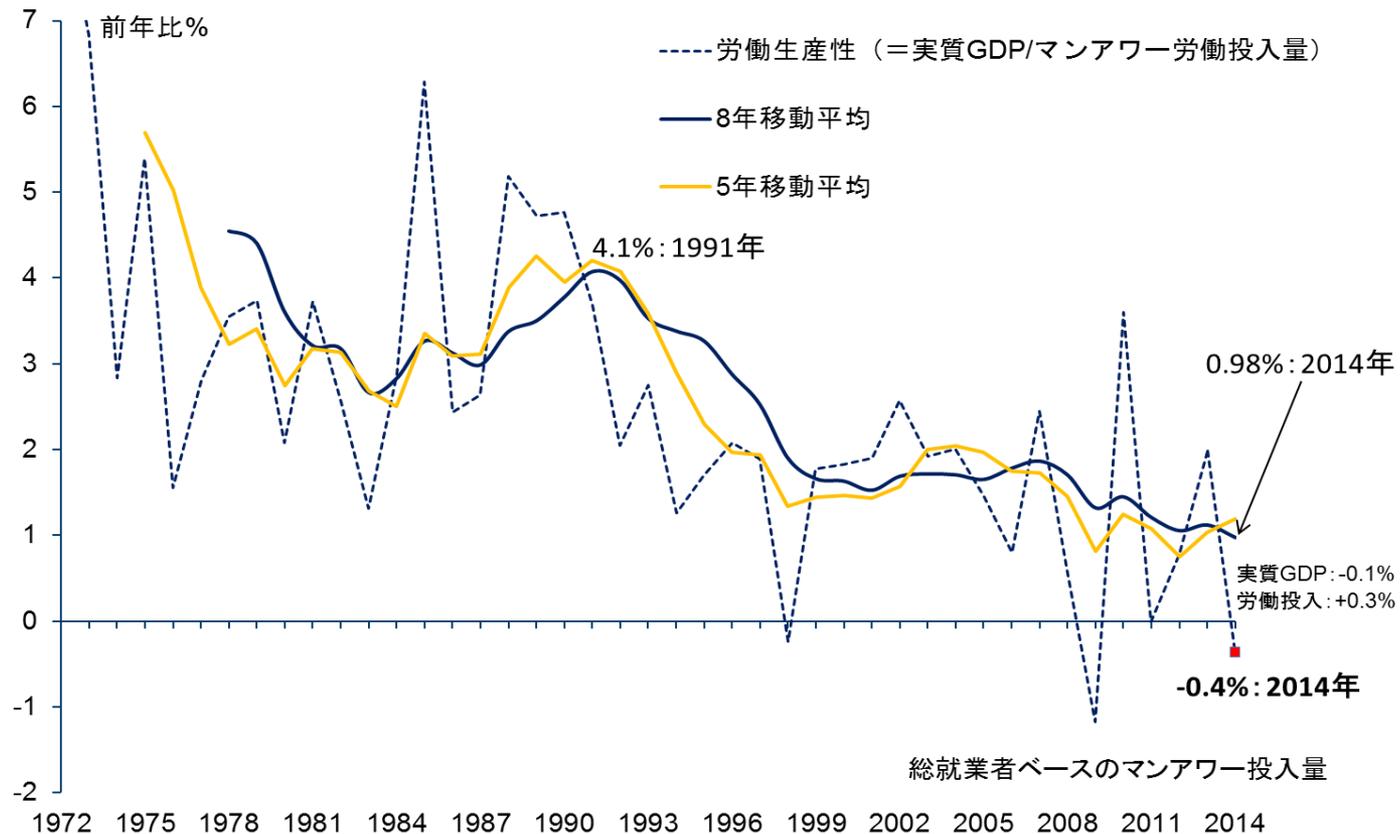
実質実効円相場と実質輸入（自然対数値）：輸入浸透度上昇を受けた実質輸入水準の上方シフトが継続（実質円安の下で実質外需のトレンドが改善したとは言い難い）



製造業企業の内外設備投資動向：13年度にかけてみられた海外投資比率上昇は一服したが、国内投資に勢いはない

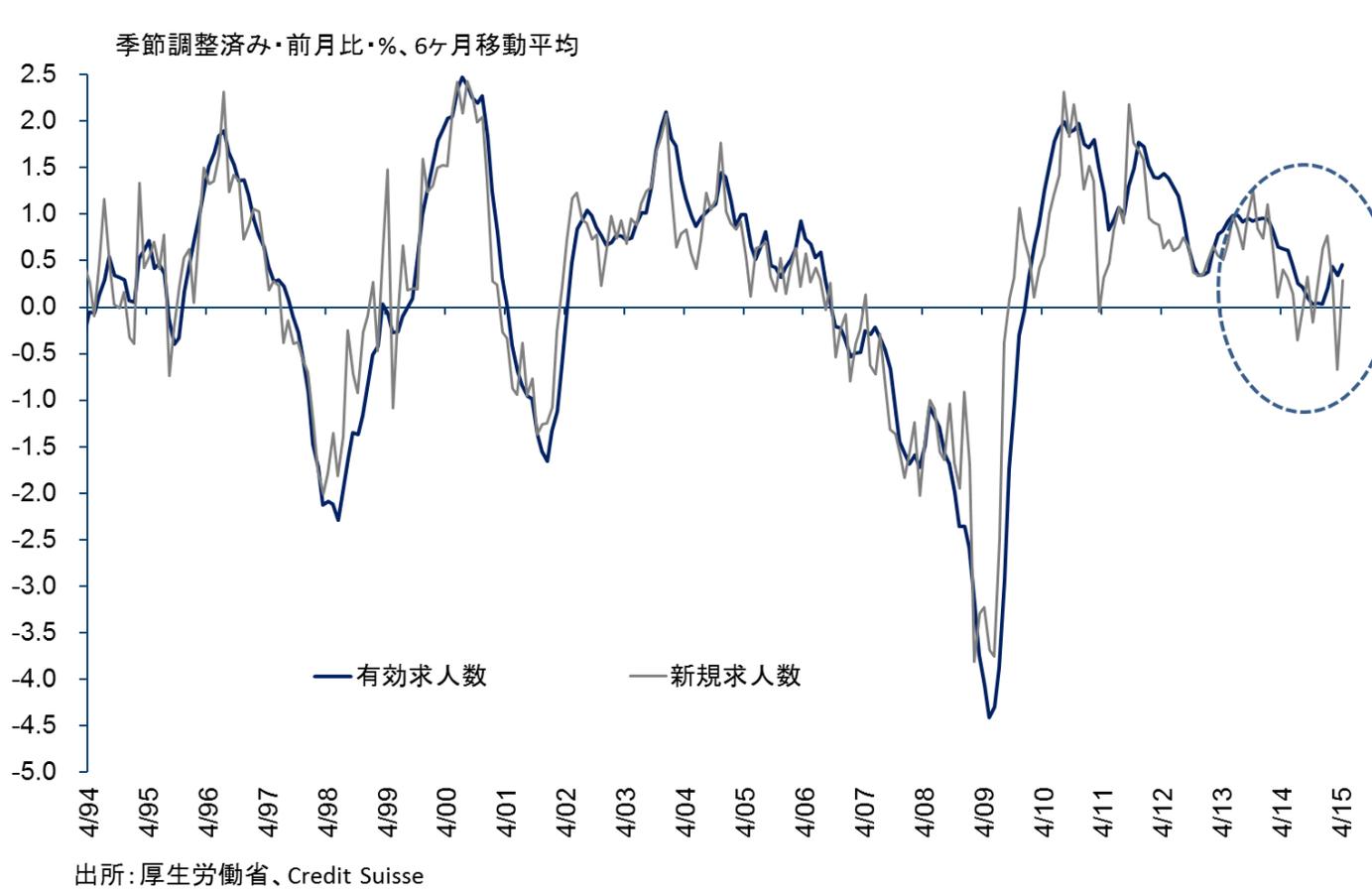


労働生産性: 投資活動の低迷を受けて、生産性は趨勢的に低下しているが、14年は-0.4% (14年度-1.1%) と低迷

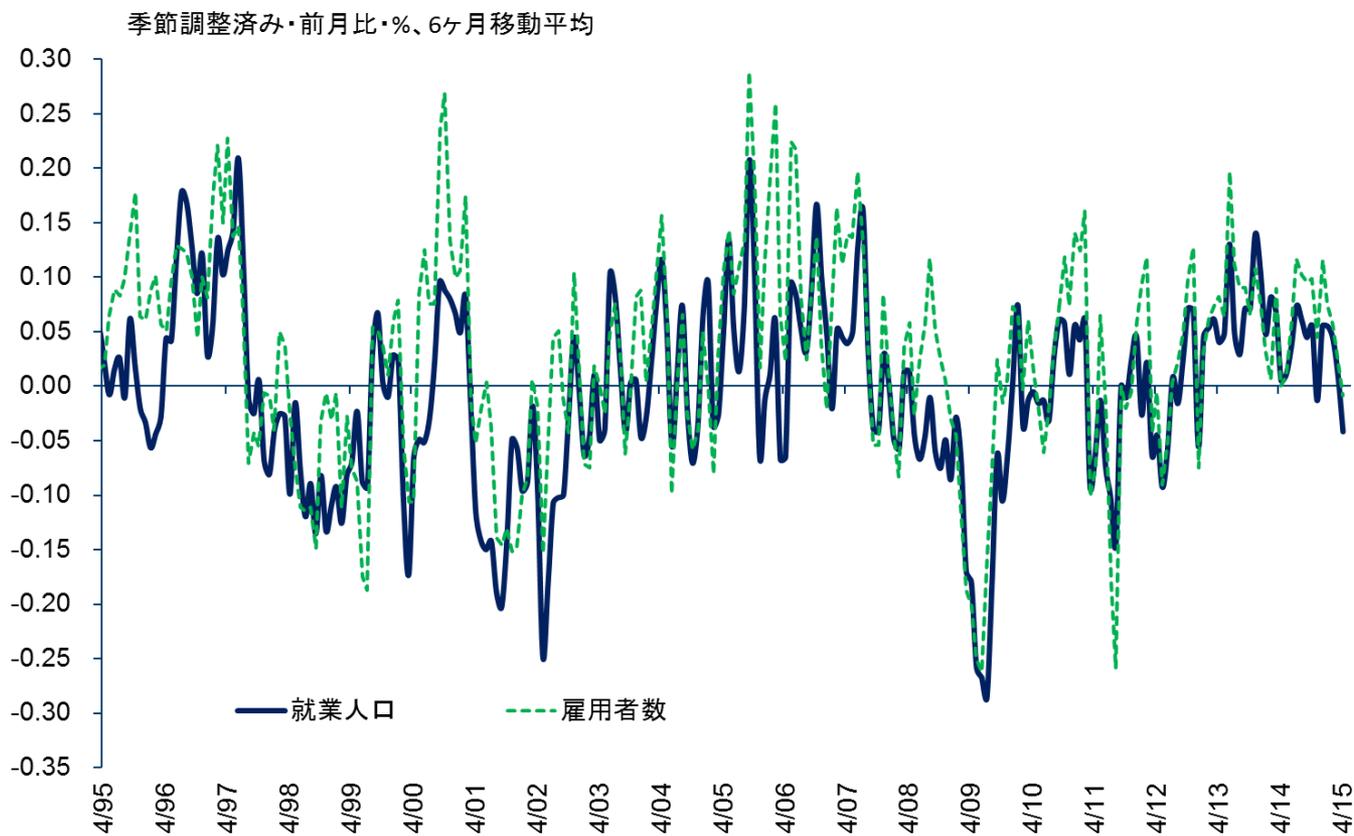


出所: 内閣府、総務省、Credit Suisse

求人の動き：求人数は、伸び率ピークアウトから“減少局面”入りの様相を呈し始めている



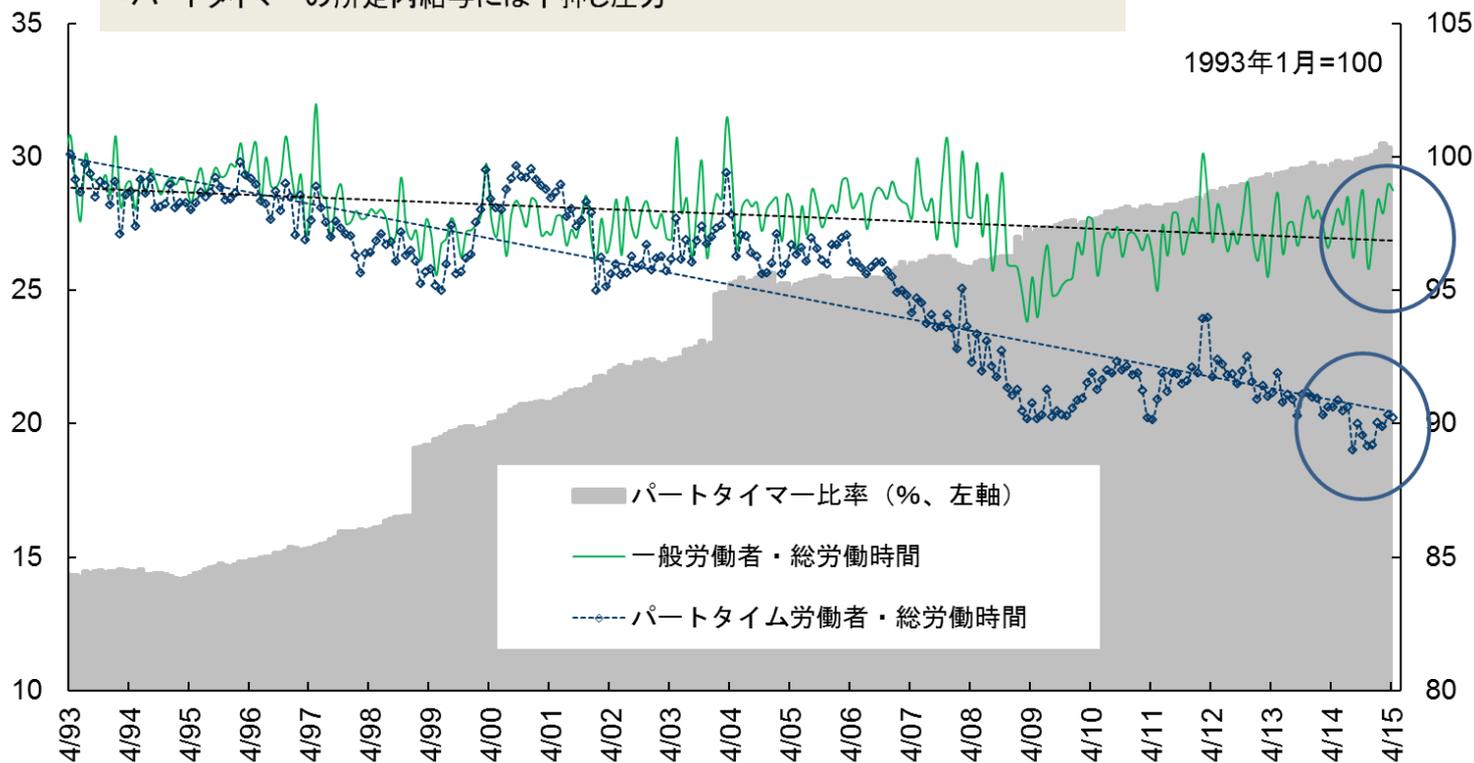
就業人口と雇用者数：就業人口は足元で年率0.5%程度のマイナス（前月比・6ヶ月移動平均）



Source: MHLW, Credit Suisse

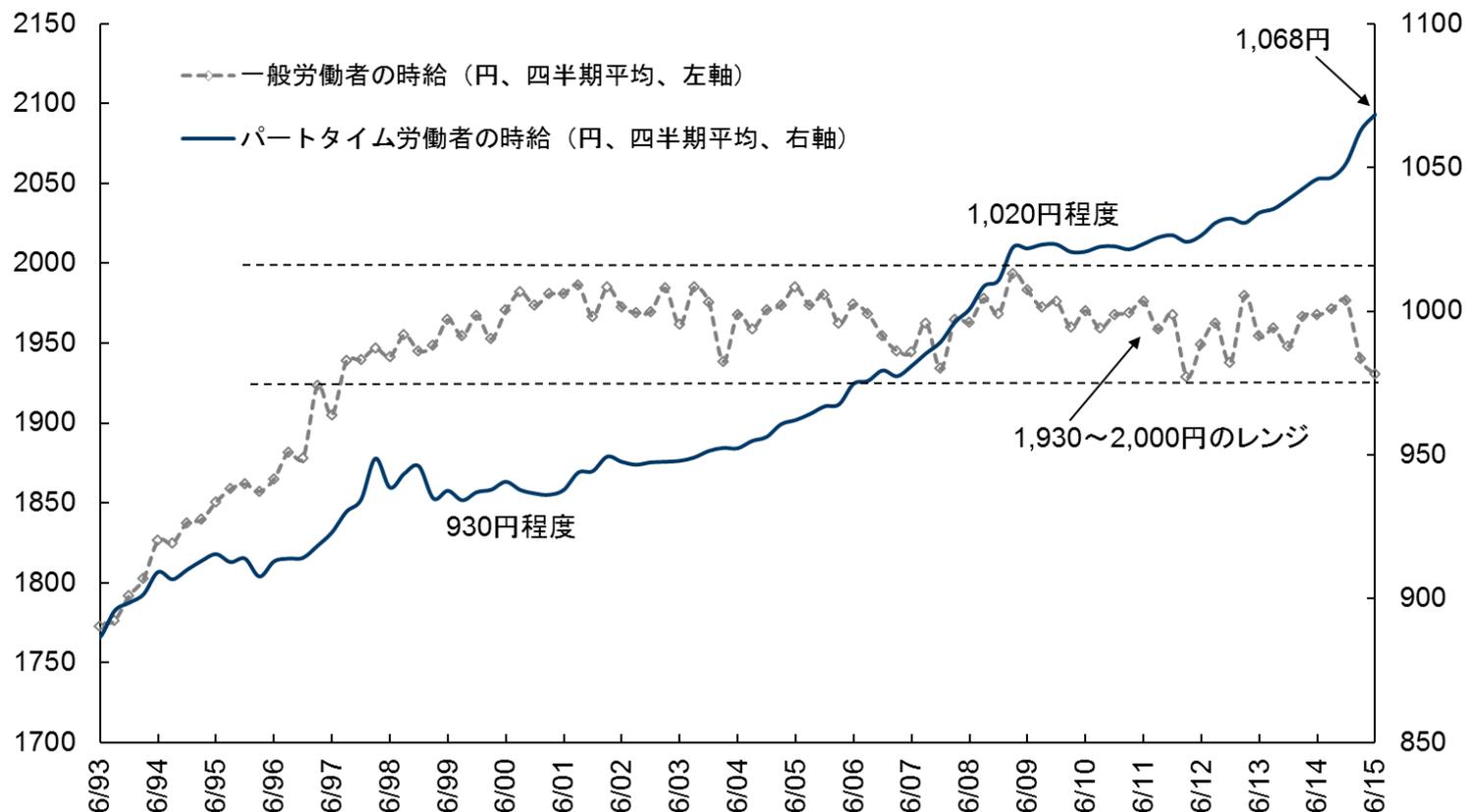
労働時間とパートタイマー比率：パートタイマー労働時間の緩やかな減少傾向、パートタイマー比率の上昇基調が継続

- ・パートタイマー比率は上昇基調維持、パートタイマーの労働時間は趨勢的に減少
- ・パートタイマーの所定内給与には下押し圧力



出所：厚生労働省、Credit Suisse

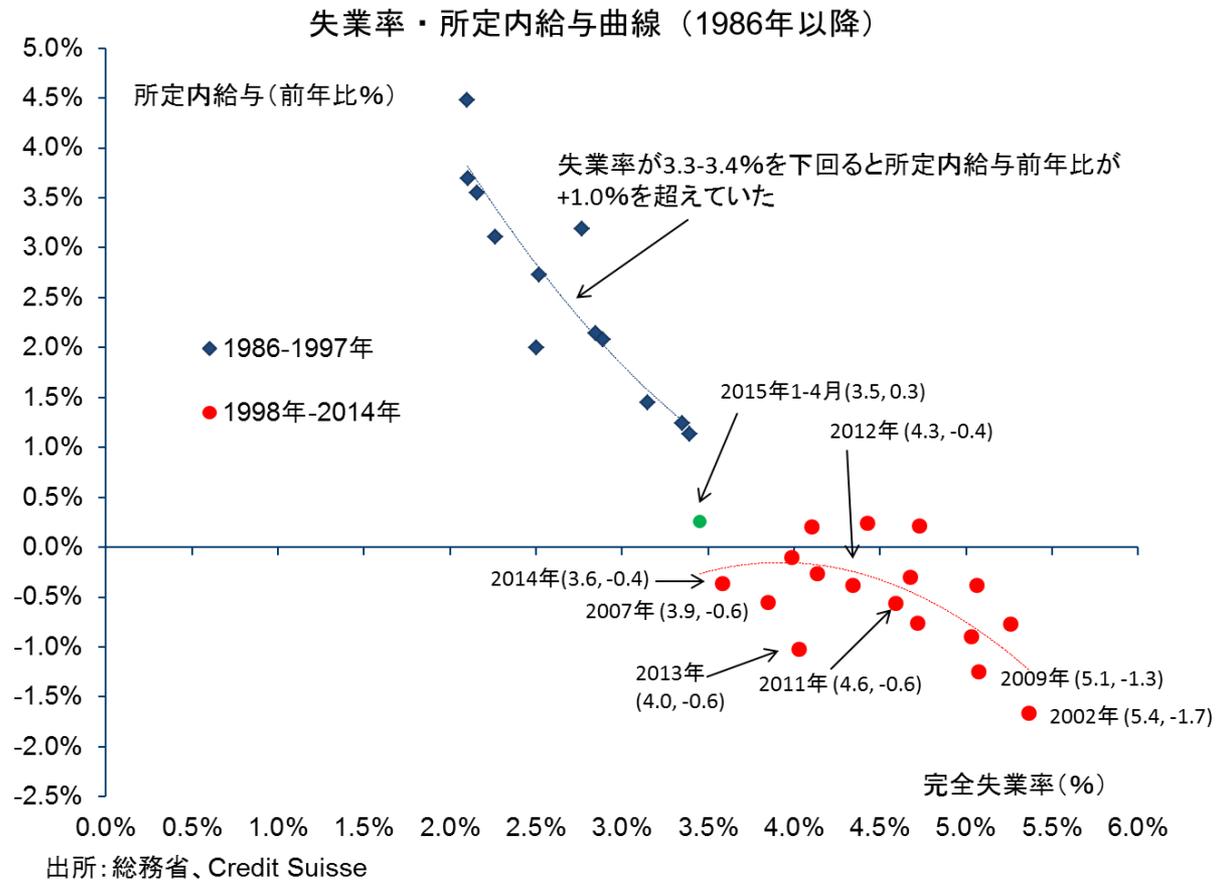
一般労働者・パートタイマー別時給：中期景気循環回復局面 終盤の特徴的な動きであるパート時給の上昇が顕著（ただ、 一般労働者・時給はレンジでの推移で、足元は弱含み）



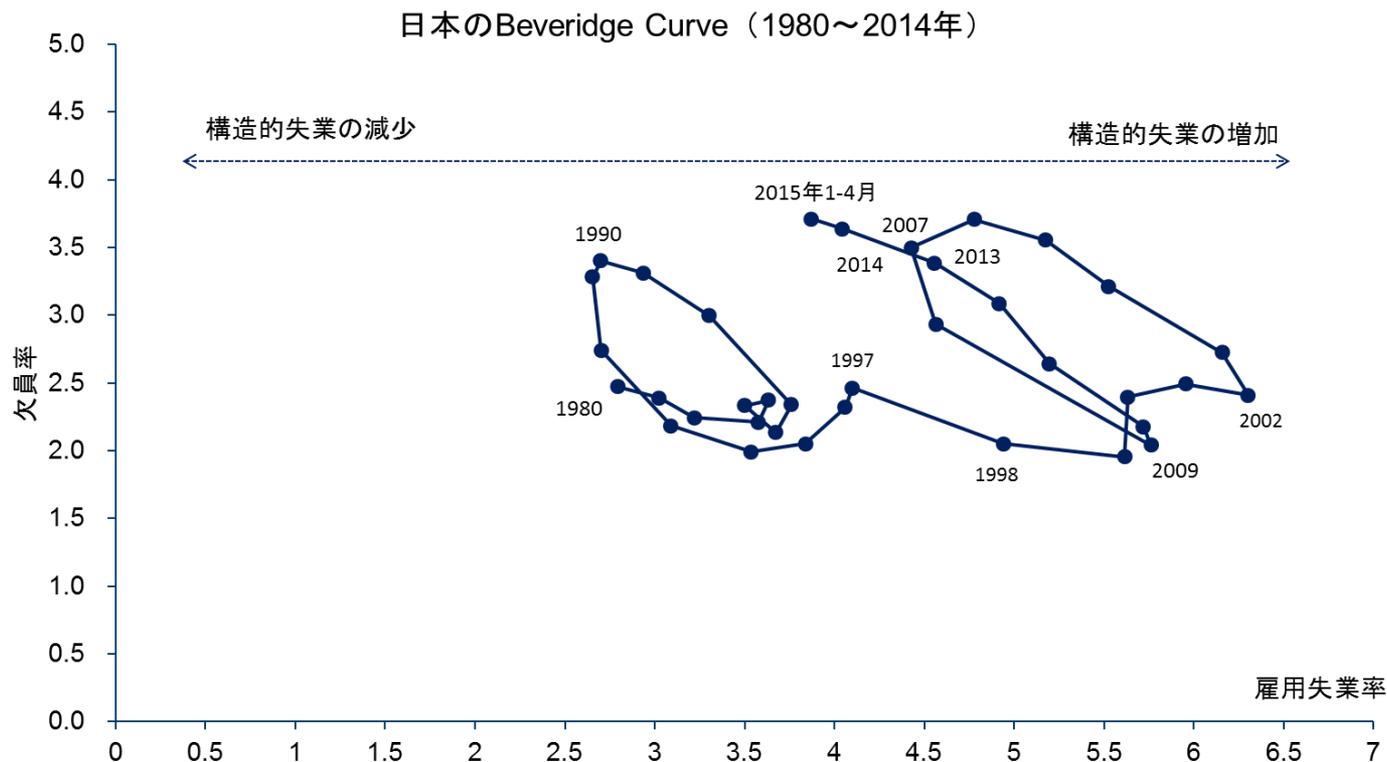
出所：厚生労働省、Credit Suisse

四半期データ、15年4-6月期は4月速報

単純なフィリップス曲線(失業率・所定内給与曲線): 非正規化の継続、高齢化の影響などから、フラット化(失業率3.5%近傍でも、明確な賃金インフレの兆しはない)



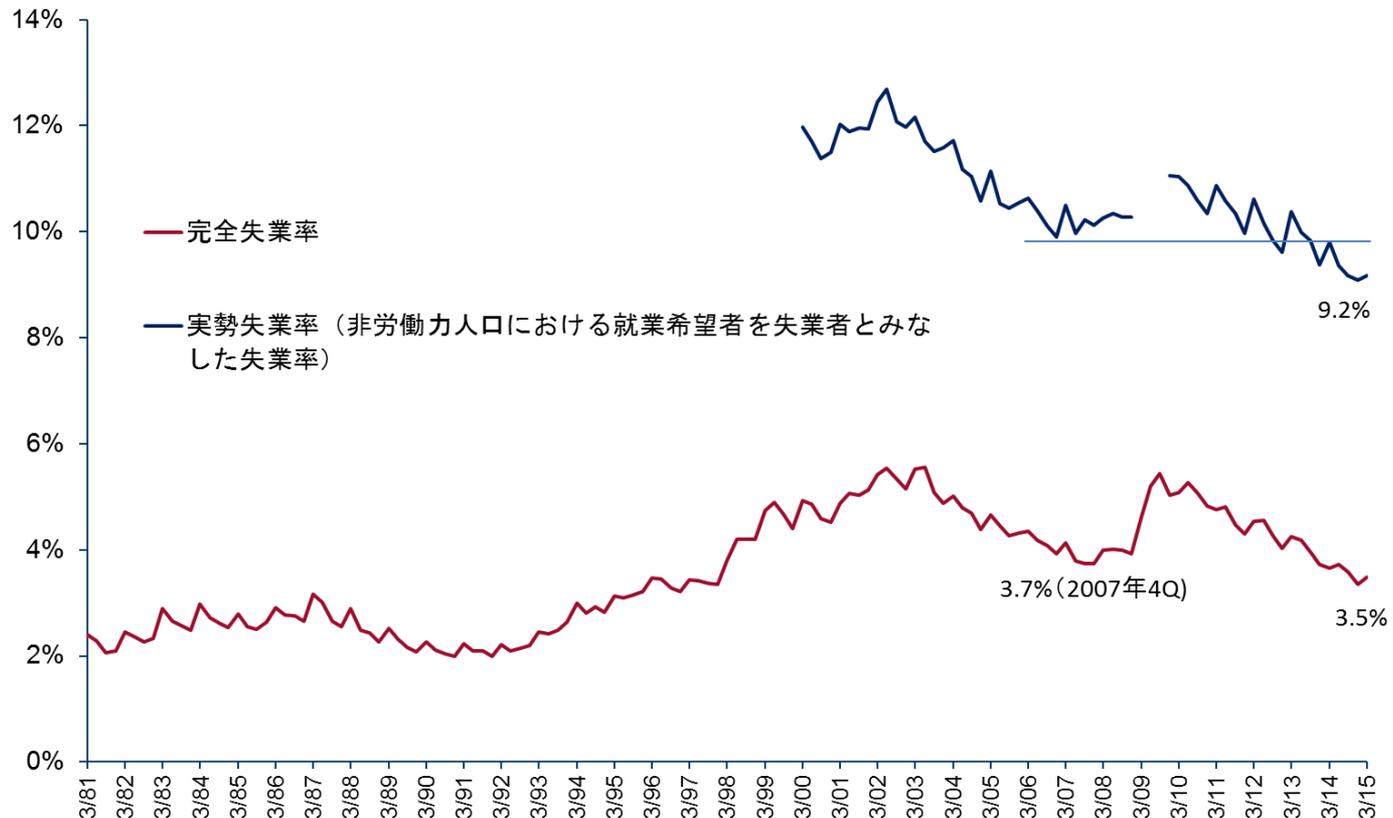
ベバリッジ曲線：構造的失業は減少傾向にあり、構造的失業率はさほど上昇していない可能性がある



注：雇用失業率＝完全失業者数／（完全失業者数＋雇用者数）、欠員率＝（有効求人人数－就職件数）／（有効求人人数－就職件数＋雇用者数）

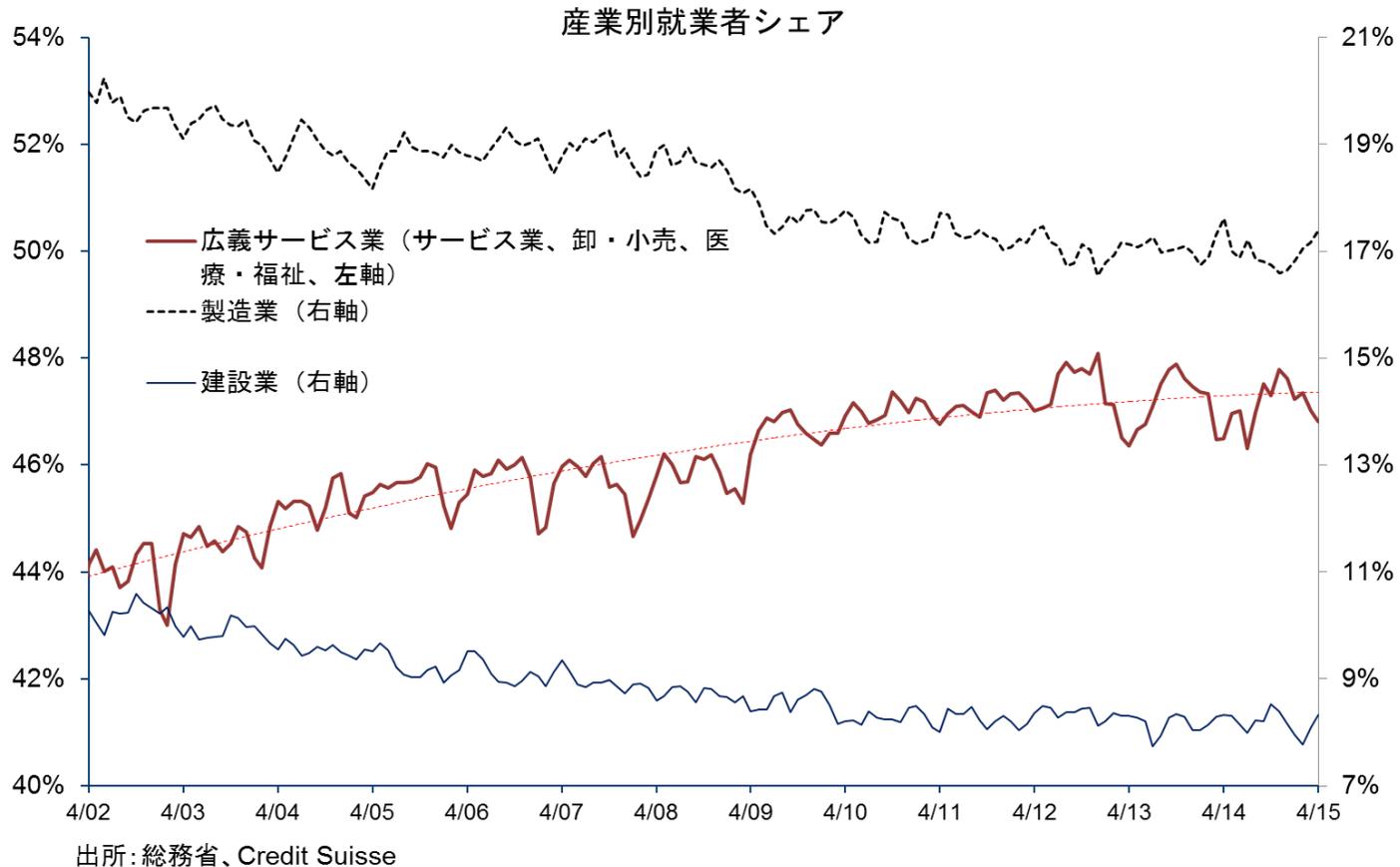
出所：厚生労働省、Credit Suisse

実勢失業率と完全失業率：実勢失業率は前回局面での循環的なボトムを下回っているが、依然として9%超の高水準

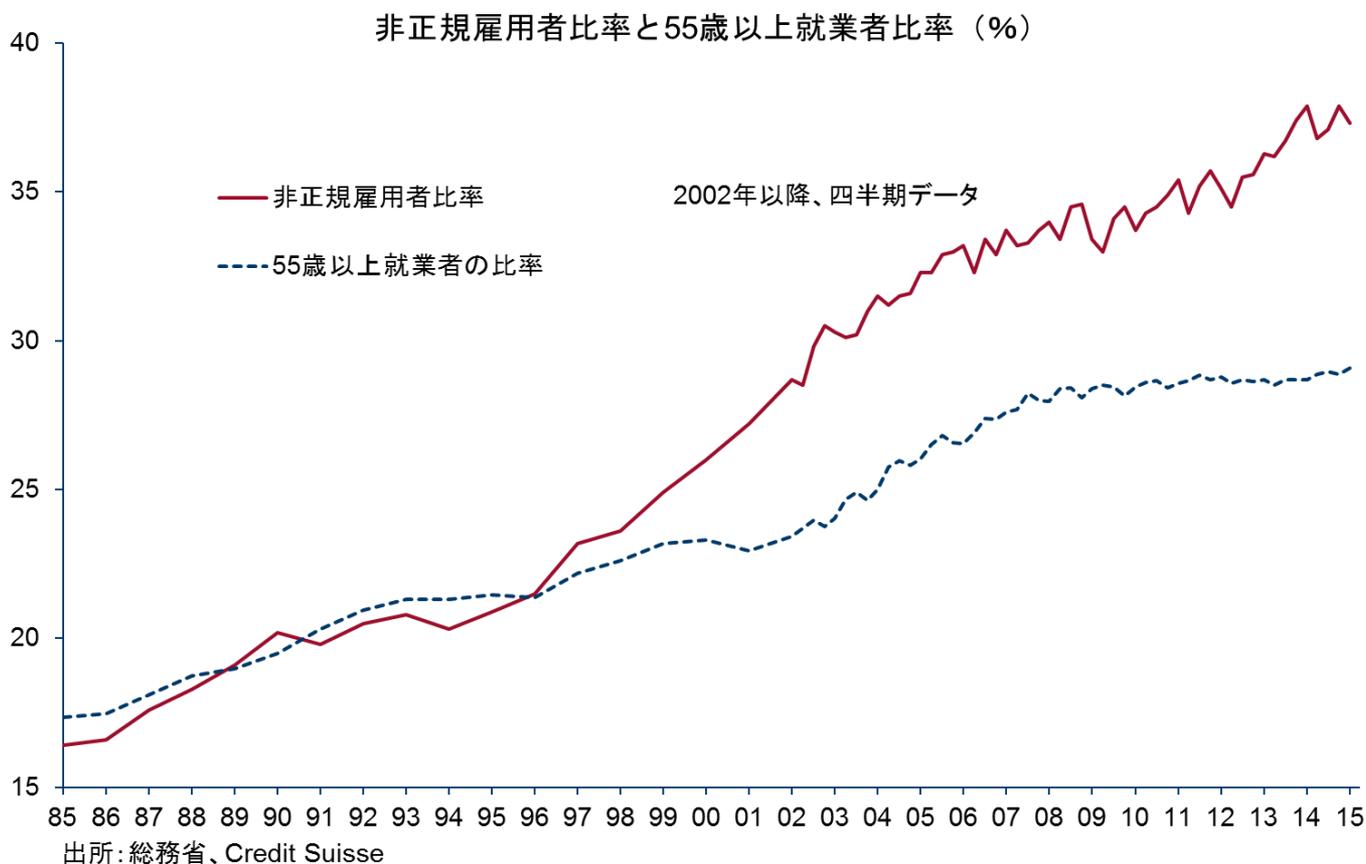


出所：総務省、Credit Suisse

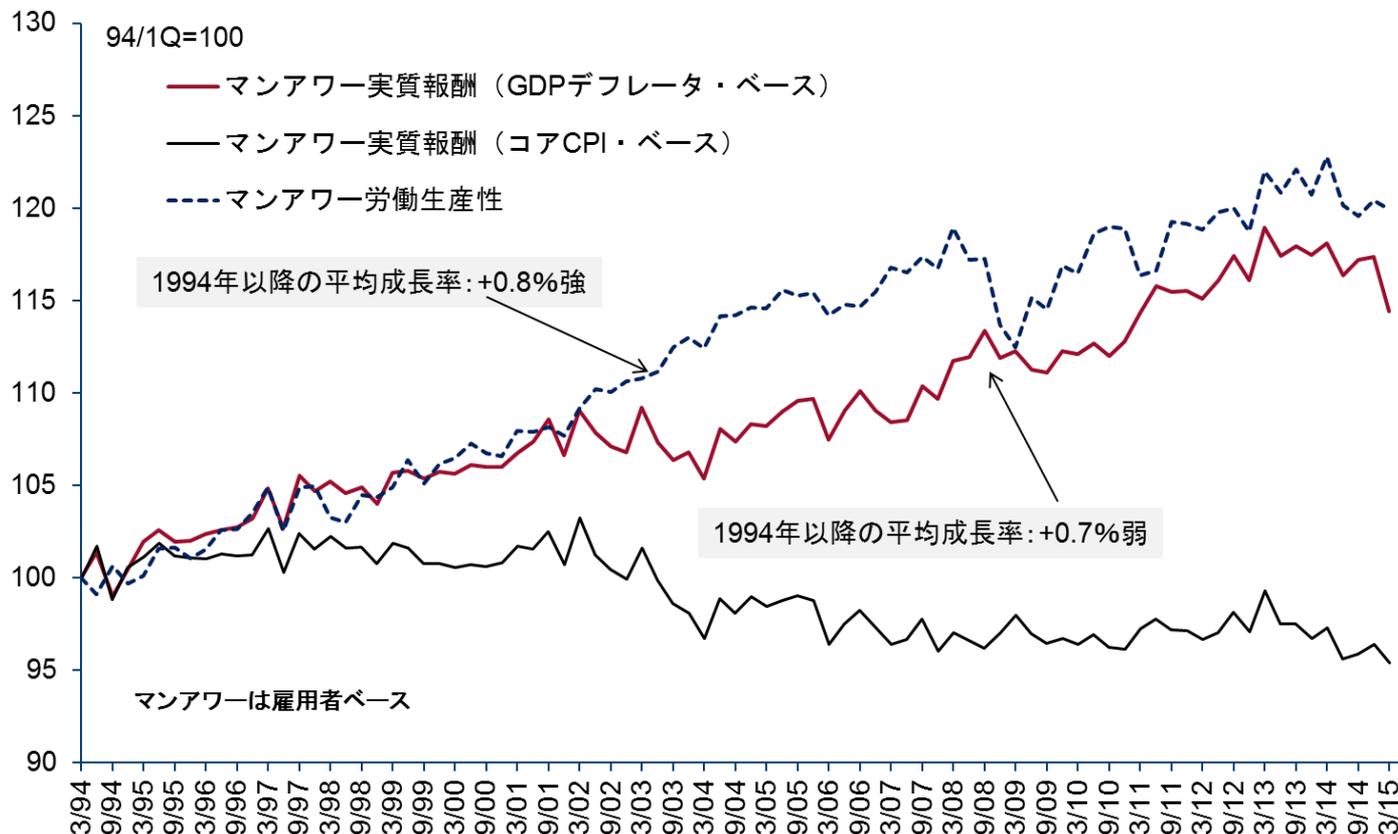
産業別就業者シェア: 相対的に低賃金のサービス関連産業 就業者シェアの上昇も賃金の伸びを抑制



非正規雇用比率、55歳以上就業者比率：近年の賃金伸び率の低迷には、非正規化と高齢化が大きく影響

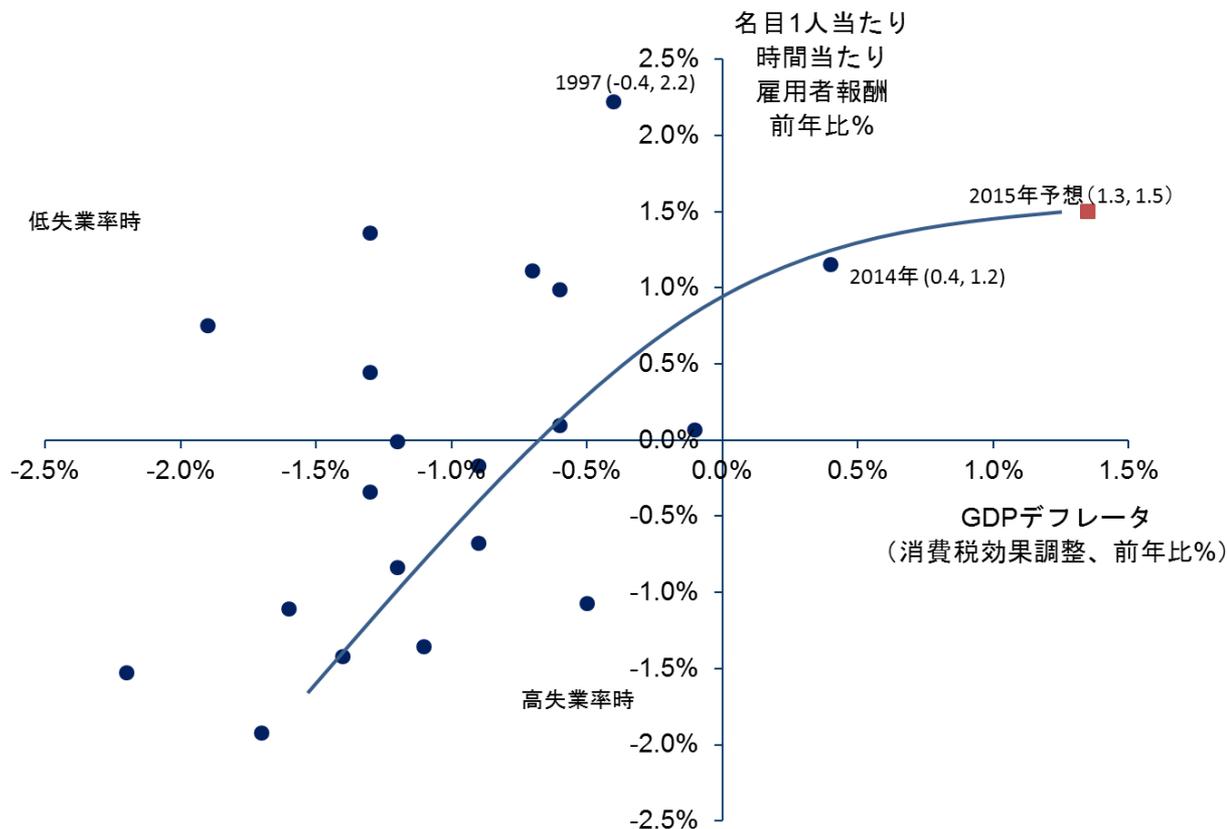


労働生産性と実質賃金：長期的にみると、GDPデフレーター・ベースの実質賃金と労働生産性の相関が高いが、足元では実質賃金が下振れ



出所：内閣府、総務省、厚生労働省、Credit Suisse

GDPデフレーターと名目賃金：2015年はGDPデフレーター(増税効果調整後)の上昇幅が+1.3%程度に上昇し、名目賃金の伸び率が+1.5%程度に高まることが予想される



出所：総務省、内閣府、Credit Suisse

生産性、賃金と雇用者所得：生産性の改善、GDPデフレータのプラス成長維持で、1人当たり時間当たり給与は堅調推移へ (もともと、労働時間減、雇用の鈍化で雇用者全体の所得の伸び率は低下するものと見込まれる)

(前年比、%)

	A+W+L	W+L	A	W	L	H	W/H	P	W/H/P	Y/L*H	Y	CPI	W+L-CPI
	雇用者報酬	雇用者所得	雇い主の社会保障負担等	1人当たり給与総額	雇用者数	総労働時間	1人当たり時間当たり給与	GDPデフレータ(消費税除く)	1人当たり時間当たり実質給与	労働生産性	実質GDP	コアCPI	実質雇用者所得
CY14	1.5	1.2	0.3	0.4	0.8	-0.4	0.8	0.4	0.4	-0.4	-0.1	2.6	-1.4
CY15 (f)	1.0	0.6	0.4	0.4	0.2	-0.7	1.1	1.3	-0.2	1.0	0.5	0.6	0.0

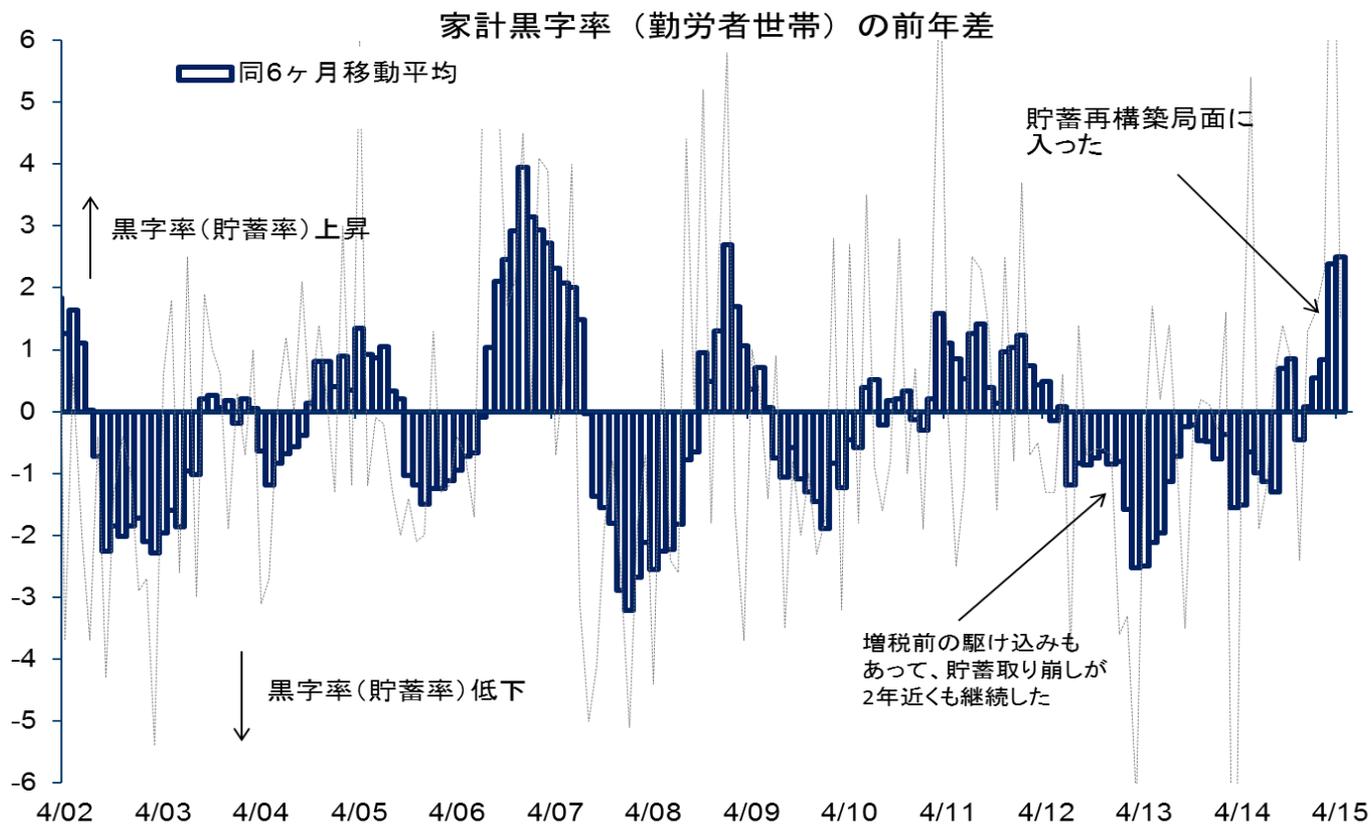
出所：内閣府、厚生労働省、総務省、Credit Suisse

寄与度の分解(予想)
 所定内給与：0.2%
 所定外給与：-0.1%
 特別給与：0.3%

寄与度の分解
 所定内給与：-0.3%
 所定外給与：0.2%
 特別給与：0.5%

実質成長率が回復する中で、労働投入が抑制され、生産性が回復することを想定

家計黒字率: 家計は“貯蓄の取り崩し”から“貯蓄再構築”の局面に入りつつあり、個人消費の回復は緩やかなものに



出所: 総務省、the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

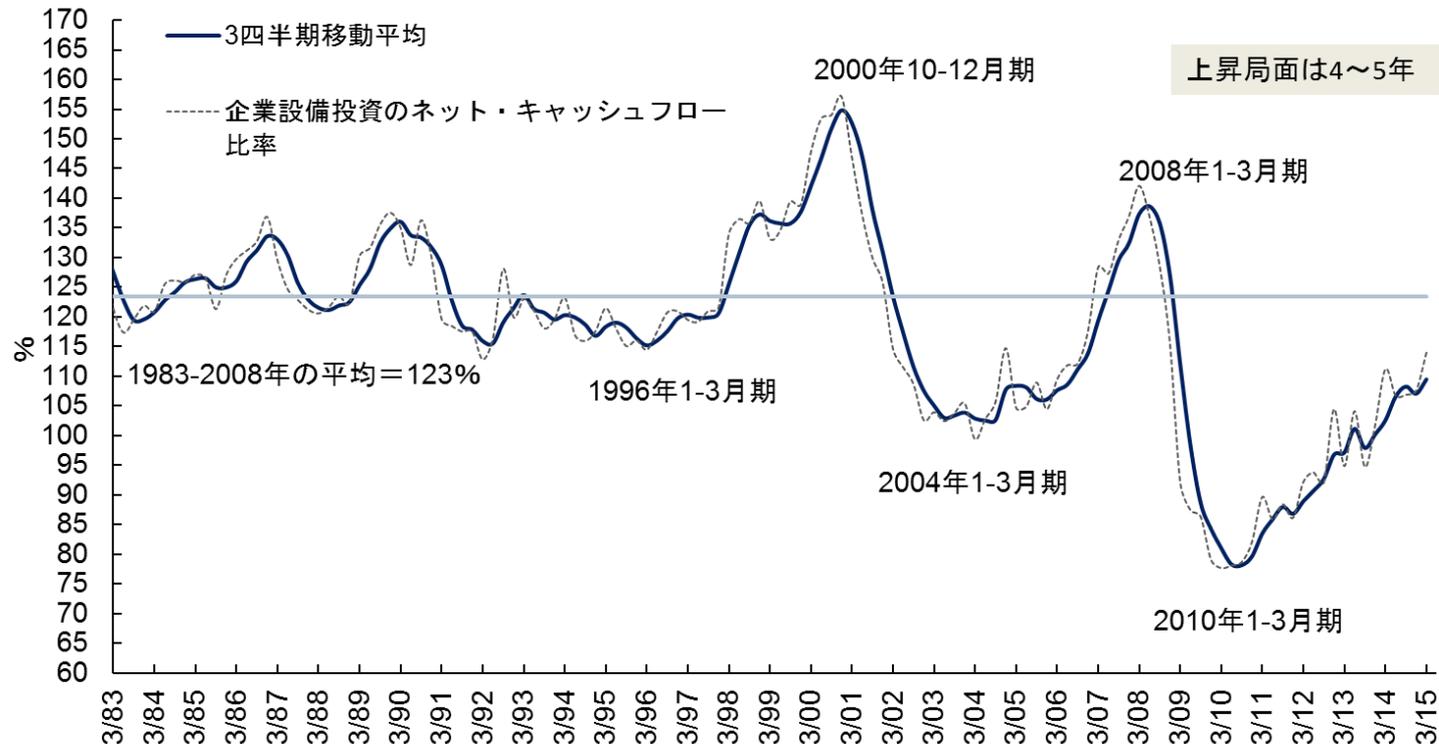
3. 低下する米国の潜在成長率

ポイント

- 米国では、企業の設備投資意欲の減退、住宅投資・公共投資の減少を受けて、投資活動が低迷（設備資本年齢が上昇?）
- 他方で、失業の長期化・固定化、就業者の高齢化、パートタイマー比率の上昇などから、労働の質が低下しつつある
- 労働生産性のトレンド成長率は+0.5%程度まで低下しており、労働力人口のトレンド成長率と合算して求めた“潜在成長率”は+1.0%程度まで低下したとみられる（米国の潜在成長率が2%超を維持しているという見方は、既に過去のものに）
- 労働生産性成長率の低下傾向に呼応する形で、実質賃金成長率も低下傾向にある
- 米国家計の先行き所得期待は趨勢的に悪化している可能性があり、実際、個人貯蓄率は下げ渋っている

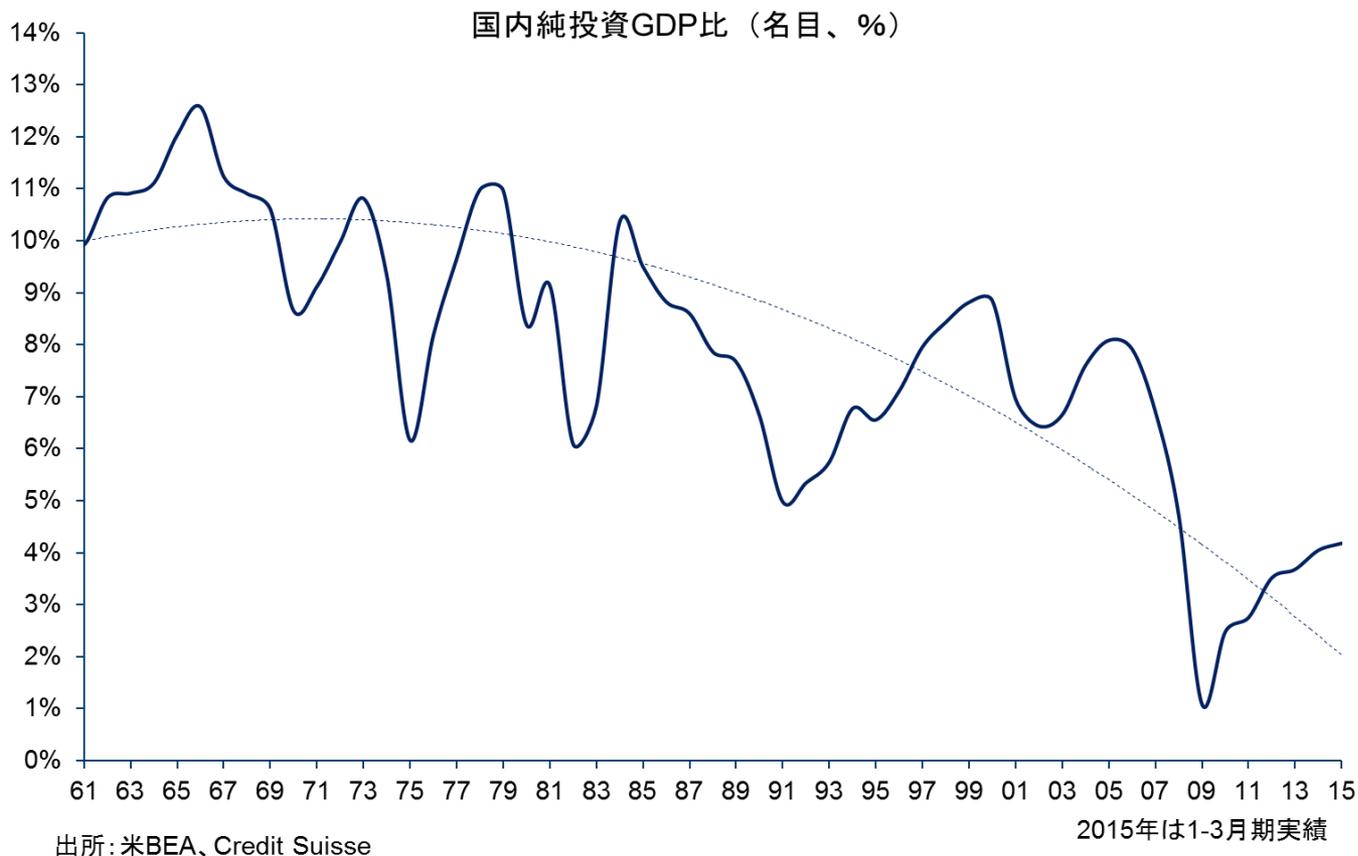
米国の企業設備投資ネット・キャッシュフロー比率：“ネット・バブル”崩壊、金融危機発生を受け、水準が低下

企業設備投資のネット・キャッシュフロー比率(米国)



注: 企業設備投資のネット・キャッシュフロー比率: 企業設備投資(GDPベース)/企業部門ネット・キャッシュフロー
出所: 米国商務省、Credit Suisse

米国の純投資(粗投資－減価償却)GDP比:企業建設投資、住宅投資、公共投資の低迷から、大きく低下(社会資本インフラの質が悪化しているとみられる)

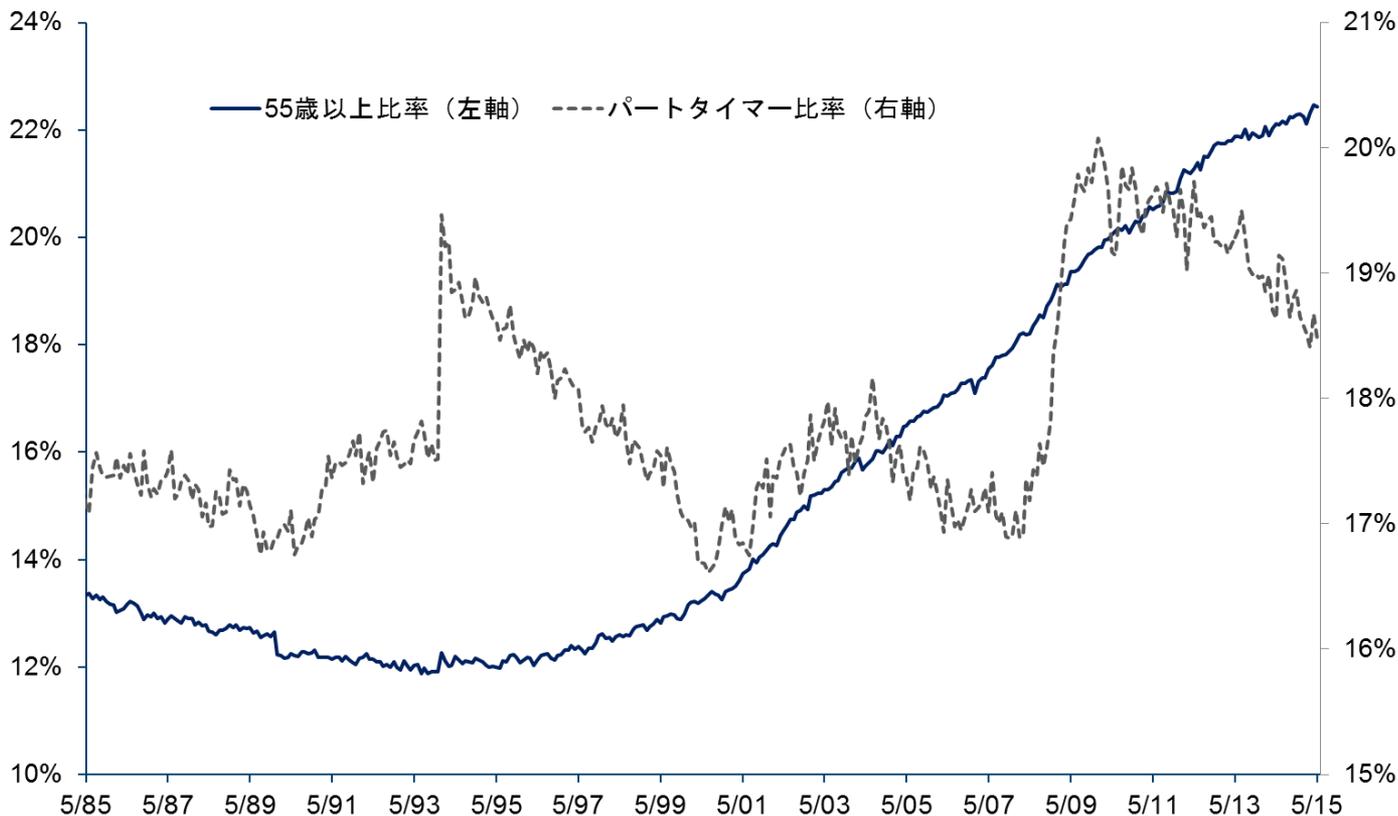


米国の平均失業期間と長期失業者比率：失業者の固定化が示唆され、新規就業者の質の低下が懸念される



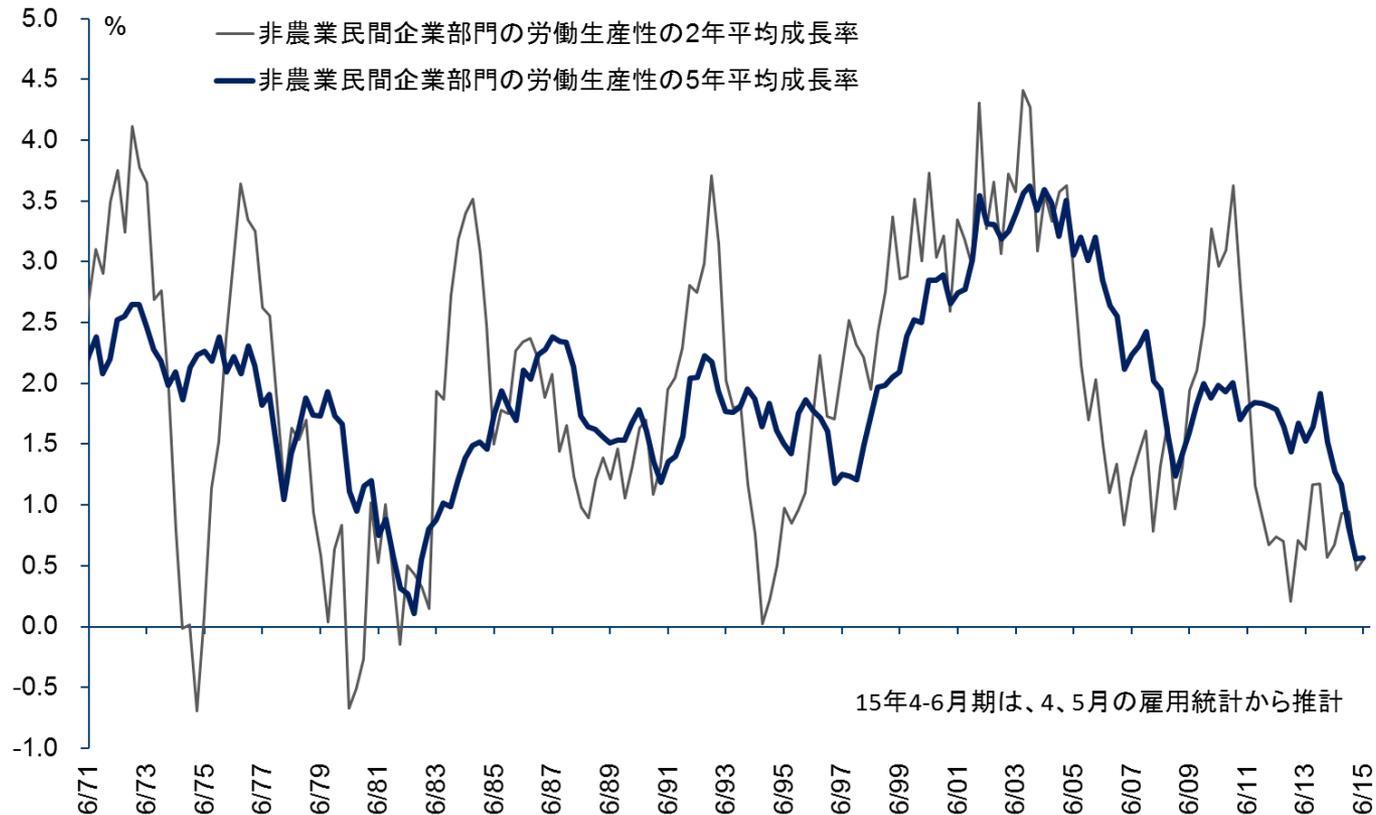
出所：米国労働省、Credit Suisse

米国のパートタイマー比率、55歳以上就業者比率：これら比率の水準の上昇も、労働力の質の低下を招いているか



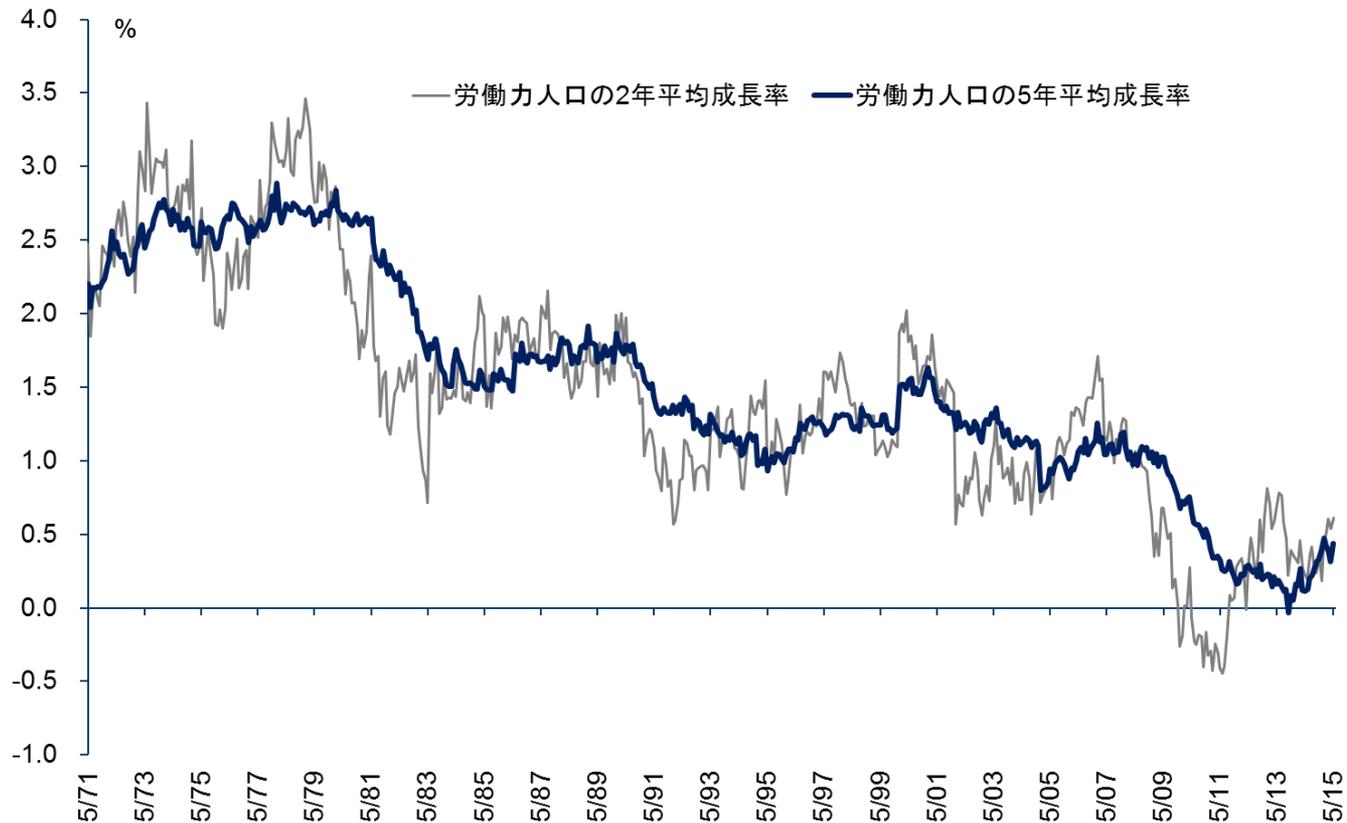
出所：米国労働省、Credit Suisse

米国の労働生産性:トレンド成長率は、2003年頃をピークに大きく低下してきており、足元では、+0.5%強



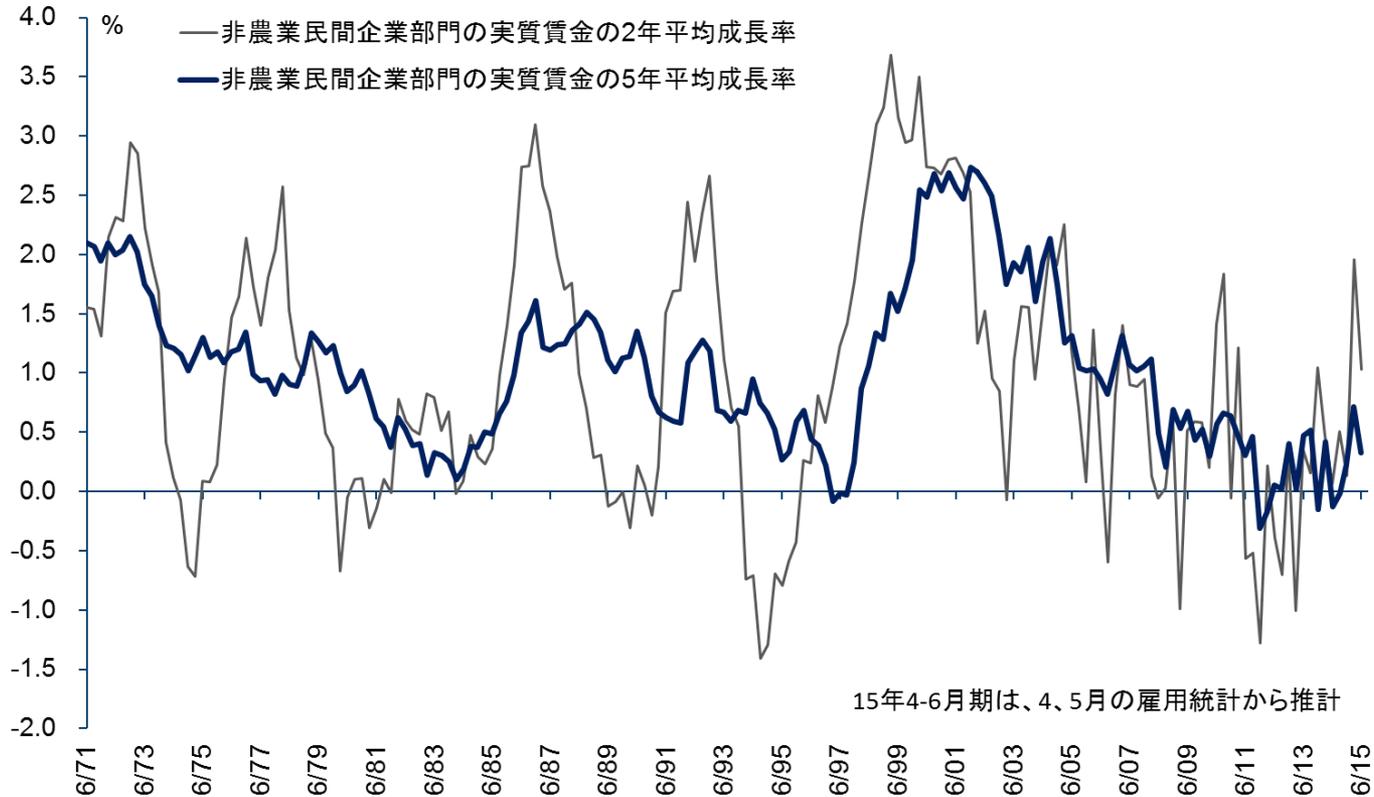
出所: 米国労働省、Credit Suisse

米国の労働力人口：高齢化進展の下で、トレンド成長率は、下方に屈折し、足元では、5年平均成長率で+0.4%程度



出所：米国労働省、Credit Suisse

＜参考＞米国の実質賃金：労働生産性の趨勢的な低下に呼応する形で低下（5年平均成長率は足元+0.3%程度）

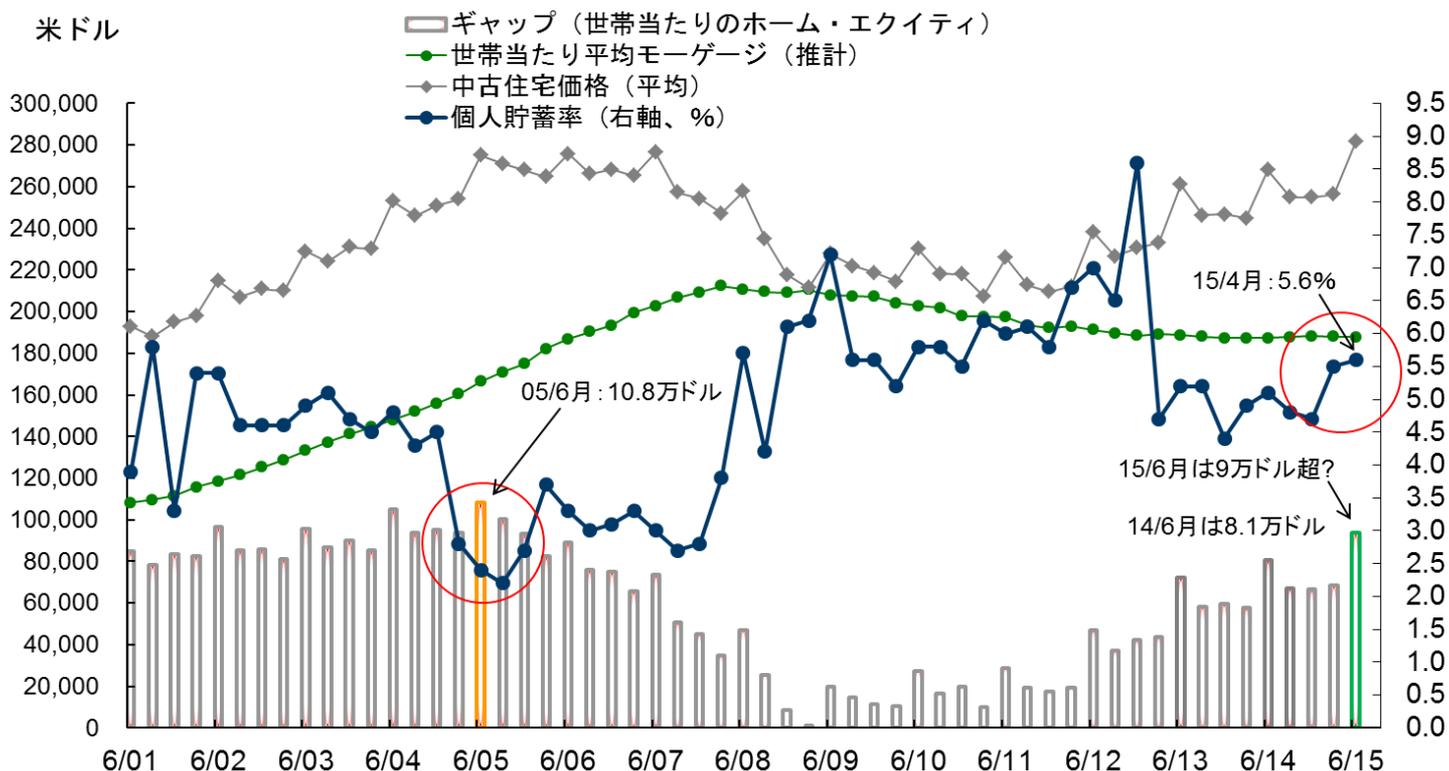


注：実質賃金は実質時間当たり報酬

出所：米国労働省、Credit Suisse

<参考>米国のホームエクイティ(HE)と個人貯蓄率:推計 されたHEはピーク時の8割超を回復したとみられるが、個人 貯蓄率は下げ渋っている

1世帯当たりhome equity(四半期末)と個人貯蓄率(四半期平均)



出所: 米国商務省、全米不動産業協会、FRB、Credit Suisse

一部弊社推計・予測を含む

4. 不安定性が増す金融市場

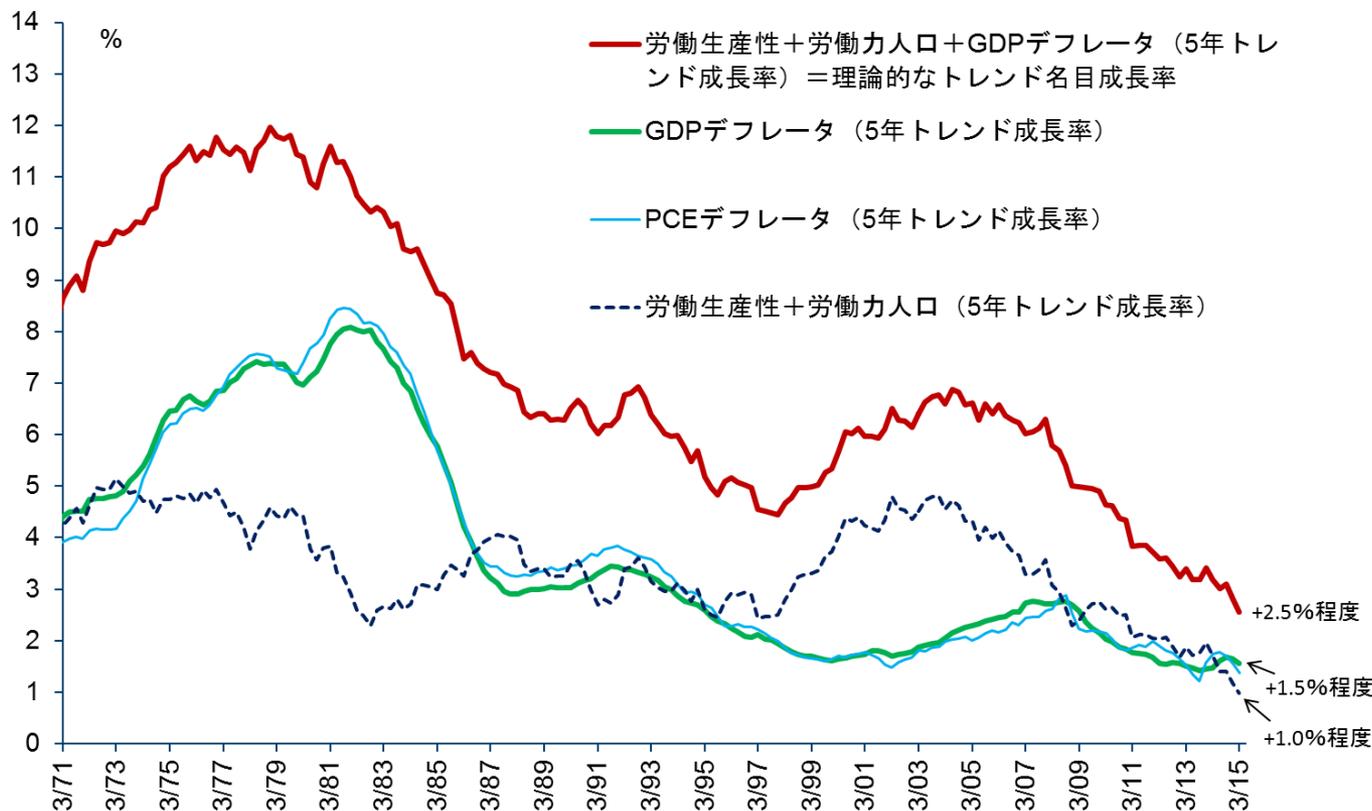
ポイント【1】

- **トレンド・インフレ率の低下傾向を考えれば、米国のトレンド名目成長率は+2%前後と考えるのが妥当か（米国10年債利回りが2.5%を持続的に上回る状況を想定しにくい）**
 - 短期的には、日・欧の長期債利回りに上昇余地がある
- **FRBは、完全失業率の低下に伴う、循環的な賃金上昇圧力に対応する形で、政策金利水準の正常化を開始へ**
 - 2015年の名目成長率は+3%超→2%近くまでの利上げ
 - 米国のイールドカーブはフラット化→株価の大幅調整へ
- **株価大幅調整後の展開**
 - ・米国の短期ゾーンの金利：大幅低下
 - ・米ドル相場：大幅下落

ポイント【2】

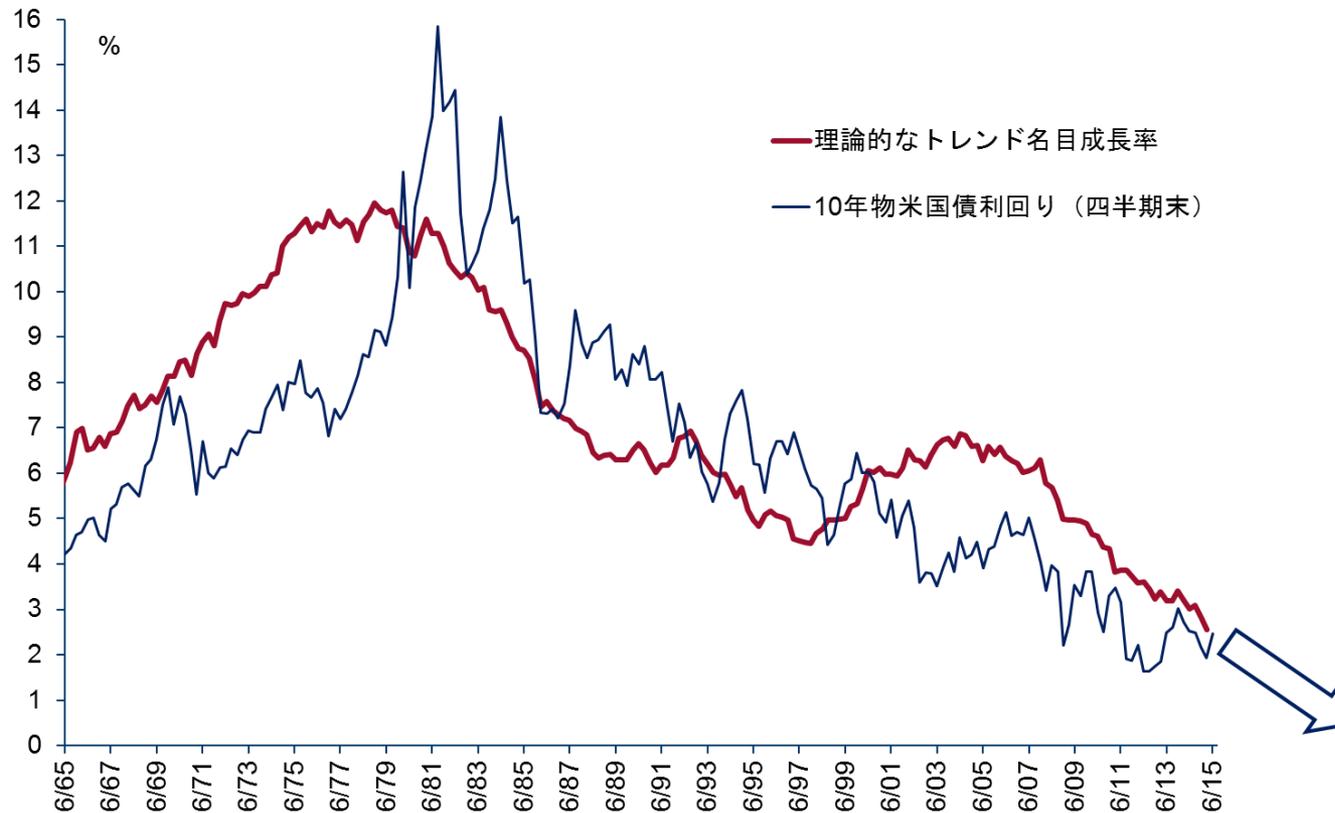
- 日本の国債市場（長期金利）の先行きに関しては、以下がポイントになる
 - ①米国長期金利の低下基調が日本の長期金利の上昇を抑制
 - ②ただ、短期的には、日本の長期金利は上昇しやすい
 - ードル高・円安の効果から、日本のインフレ率は上振れ傾向
 - ③また、中長期的には、日銀による量的緩和政策が重要
 - ー日銀の膨大な長期国債購入は、10年物国債利回りを、少なくとも0.5～1.0pp程度、押し下げているとみられる
 - ーこのため、仮に日銀が長期国債購入額を縮小させた場合、10年物国債利回りが一時的に1.0%超に上昇する可能性
 - ーなお、米国株価下落後は、円高傾向を受けて、再び低下へ

米国の理論的なトレンド名目成長率と要因の分解:トレンド名目成長率+2.5%程度まで低下したが、インフレ率の低下基調からすれば、+2%程度まで低下する公算



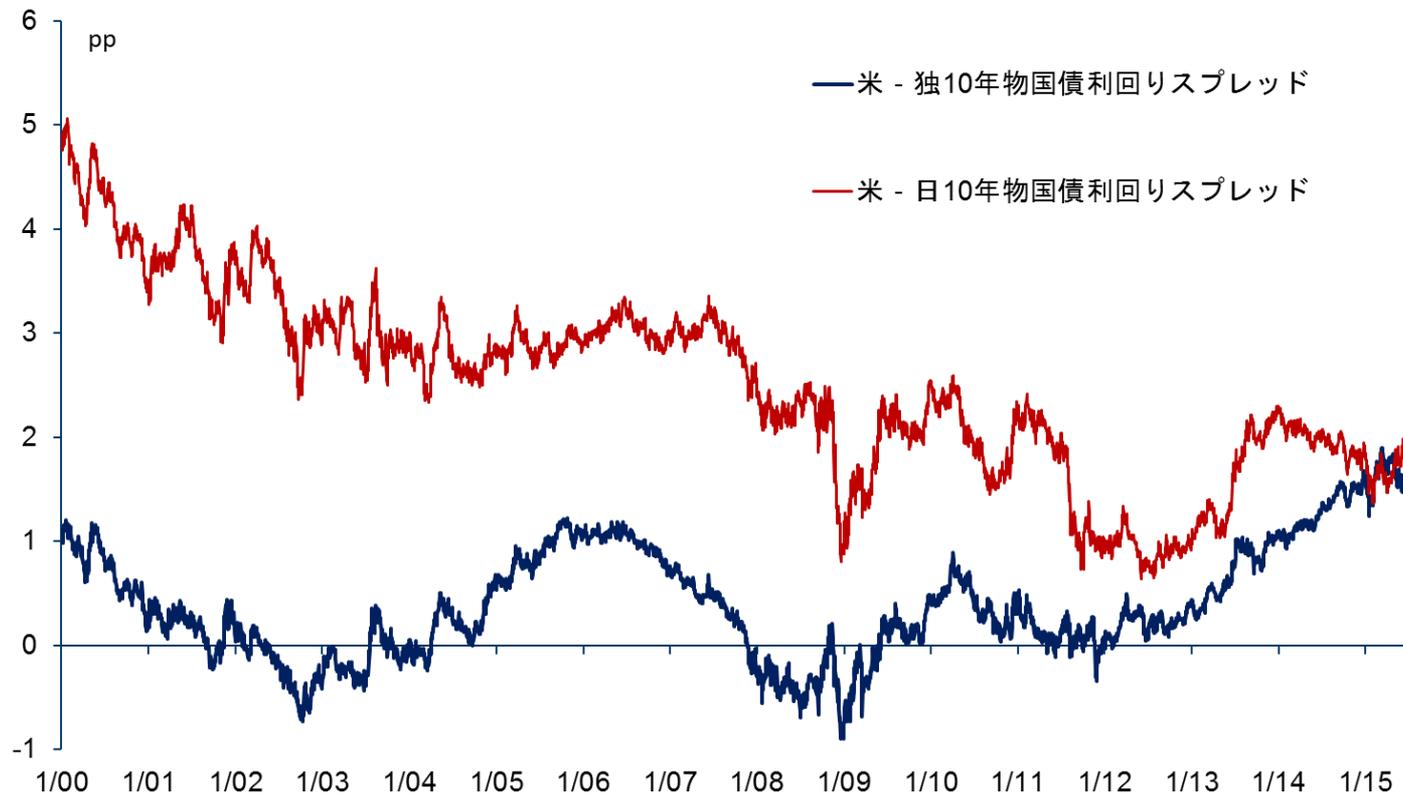
出所: 米国労働省、米BEA、Credit Suisse

米国の理論的なトレンド名目成長率と10年物米国債利回り :トレンド成長率が+2%程度まで低下する下では、10年債利回りが2.5%を持続的に上回る状況を想定しにくい



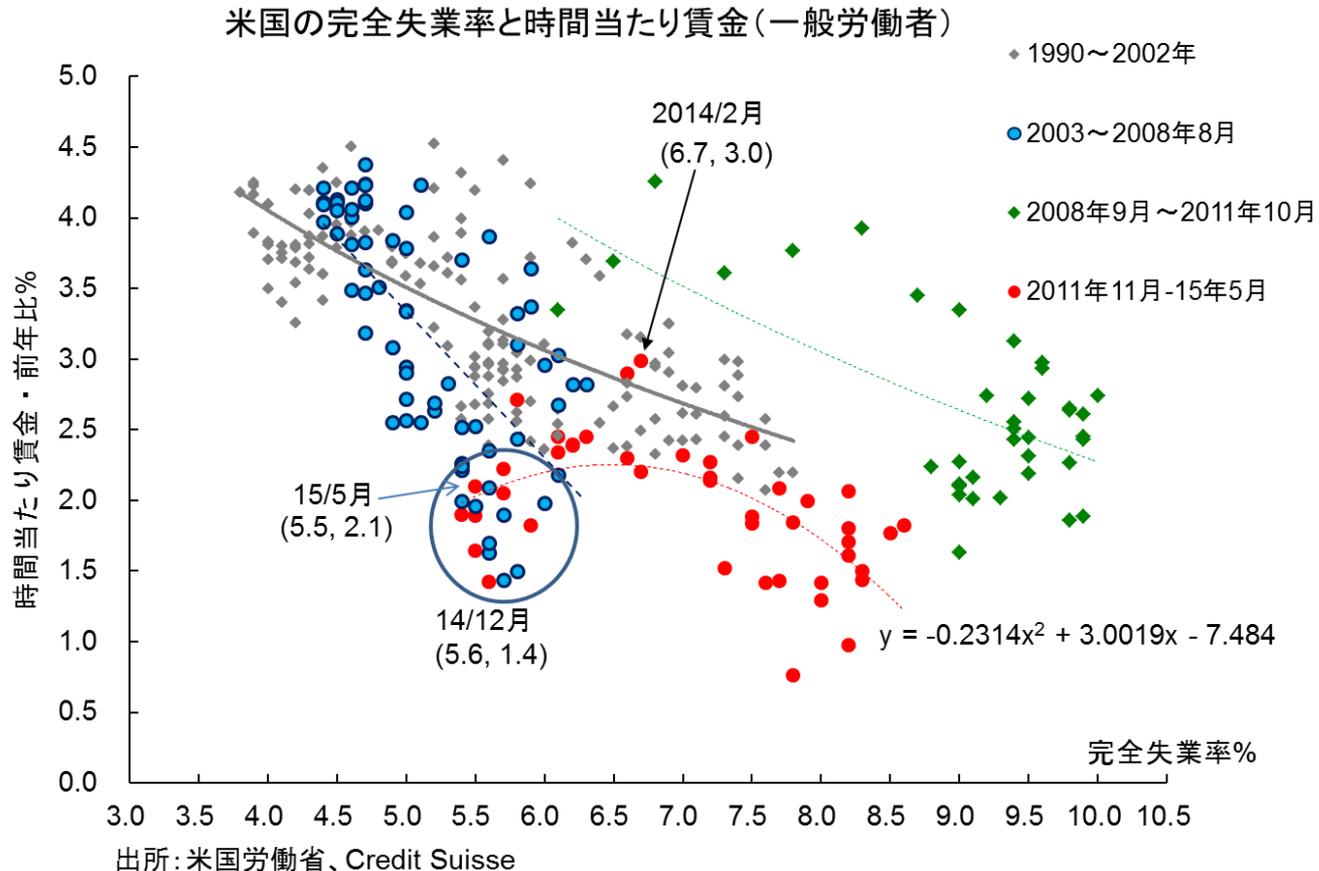
出所: 米国労働省、米BEA、FRB、Credit Suisse

米・独・日の10年物国債利回りスプレッド:ドル高は、日本とユーロ圏のインフレ率を相対的に押し上げやすいため、短期的には、米・独スプレッド、米・日スプレッドは、縮小へ

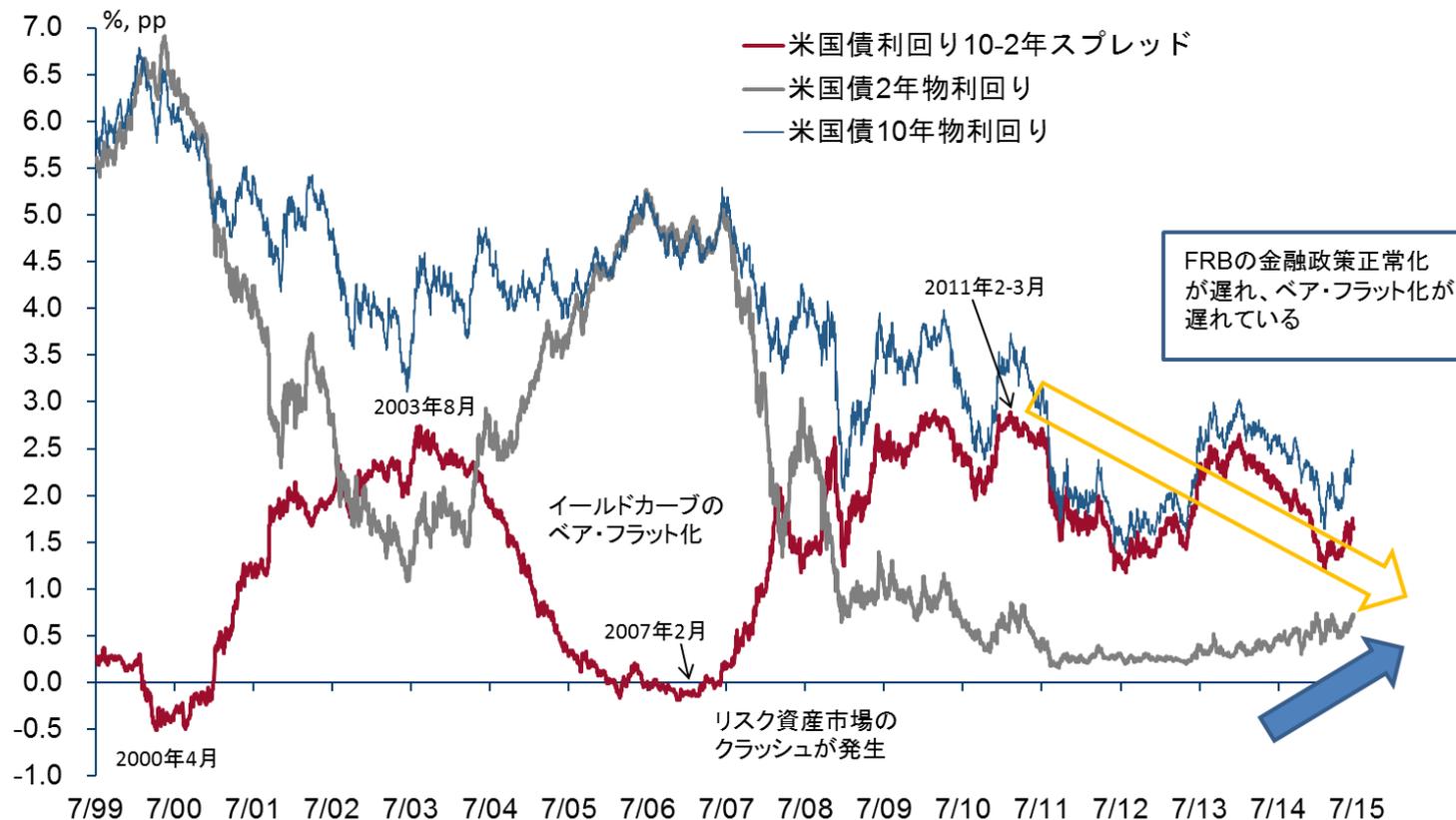


出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

米国の単純なフィリップス曲線:FRBは、完全失業率低下に伴う賃金上昇圧力に対応する形で金利正常化を開始へ

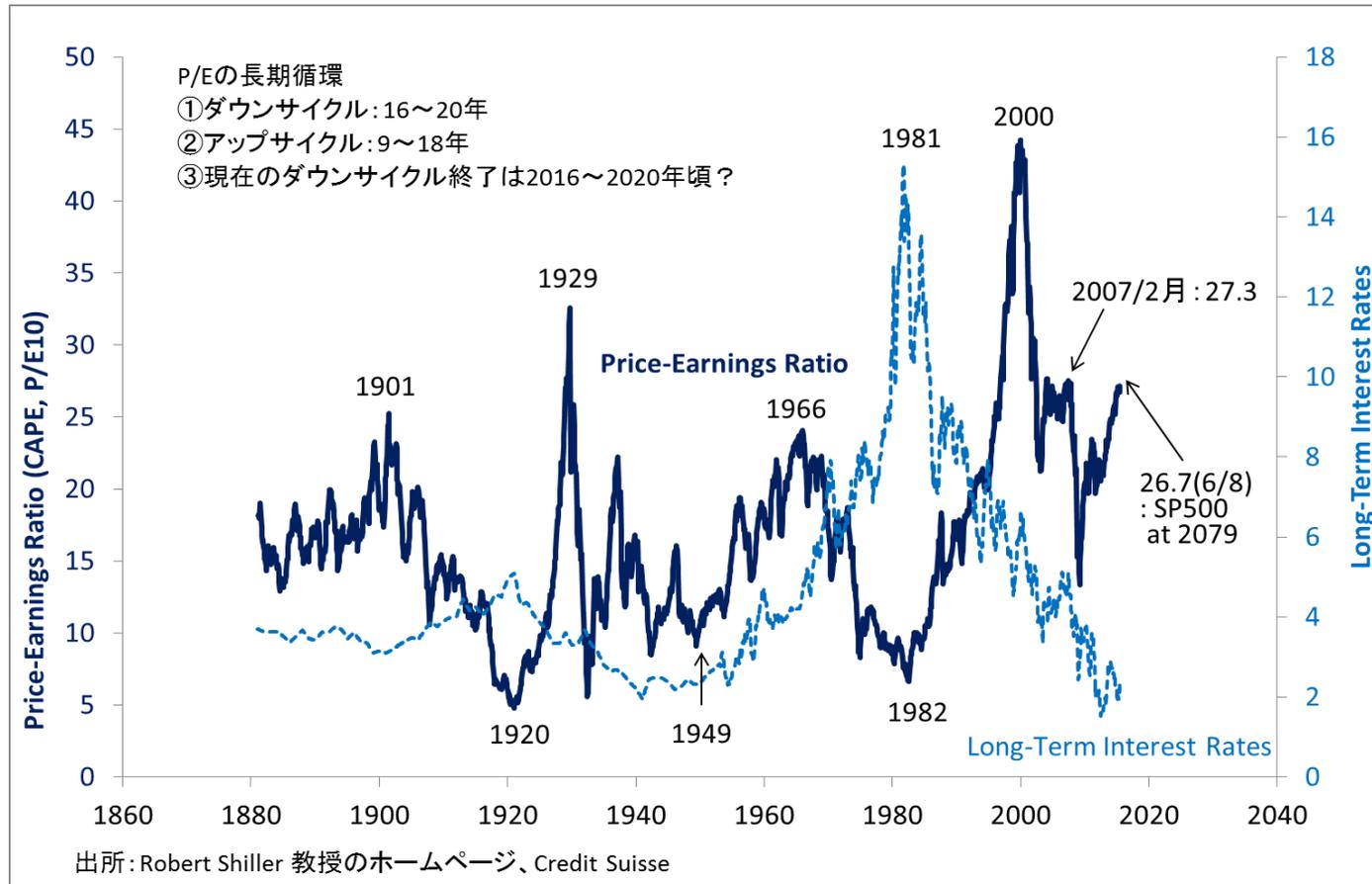


米国の長短金利とイールド・スプレッド:トレンド成長率低下 の下での金融政策正常化は、イールド・カーブをフラット化 させ、リスク資産市場の大幅調整を招く...

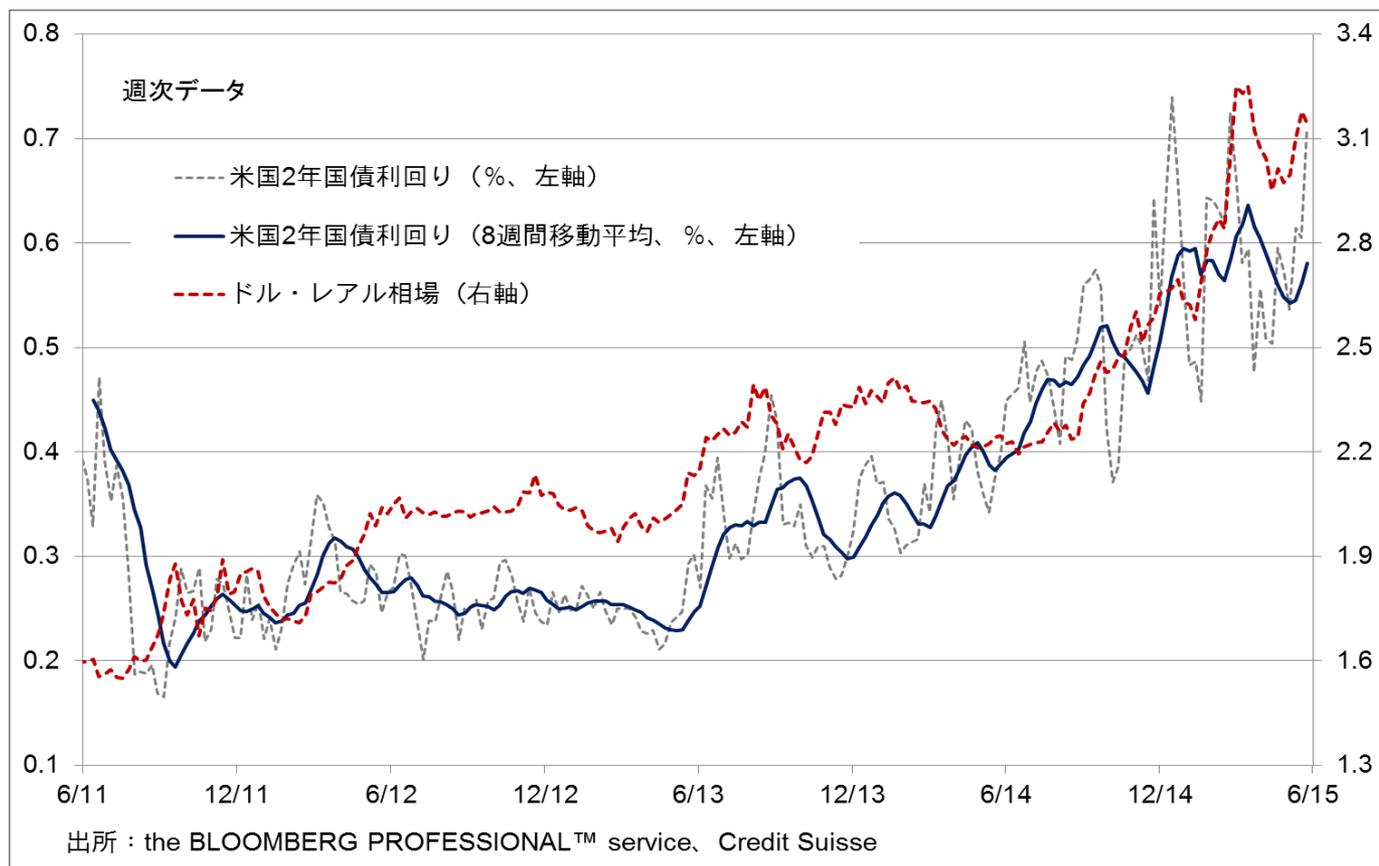


出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

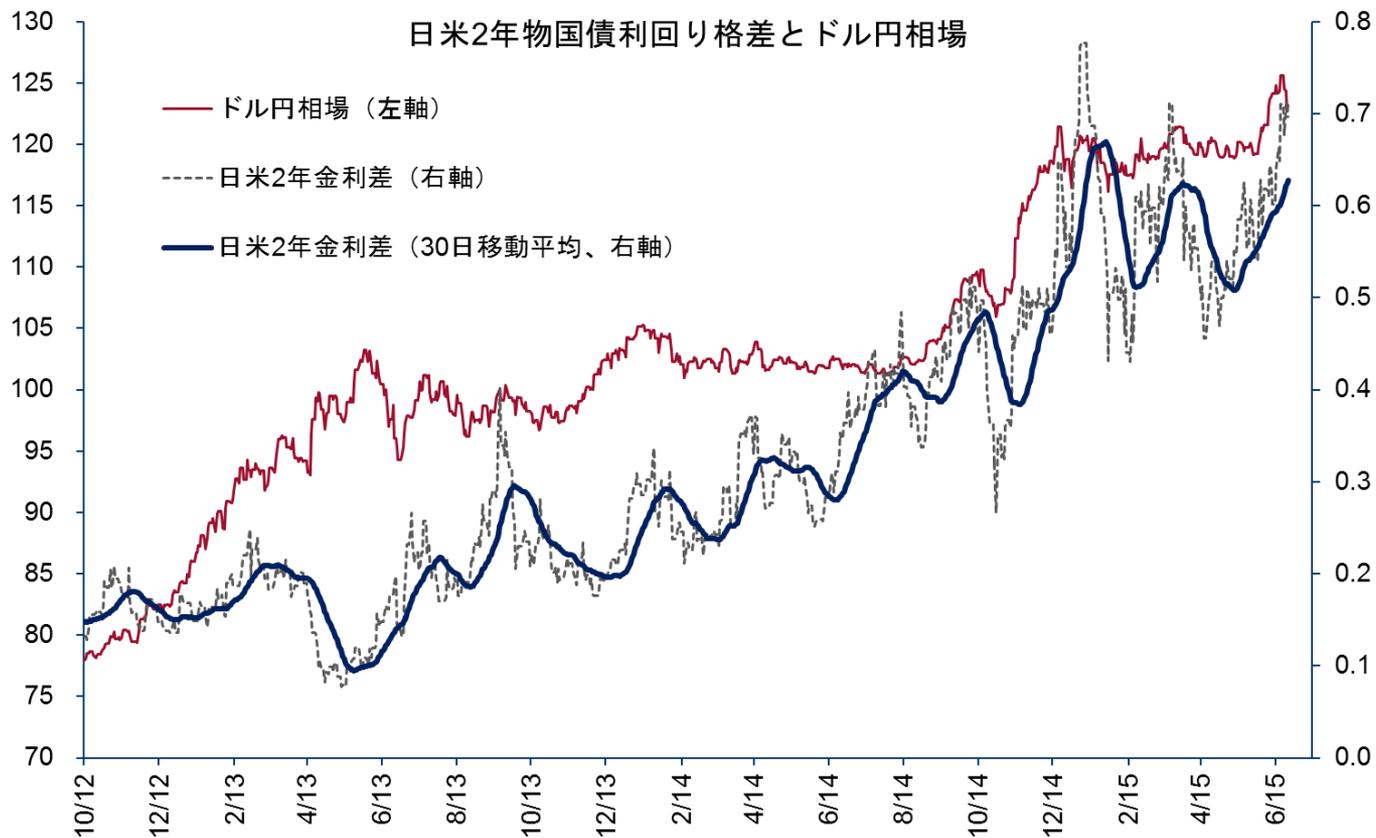
シラー・チャート(米国S&Pの循環調整型PERの長期推移): 27倍超が一定期間継続すると、株価調整のリスクが増大



米国2年国債利回りとブラジル・リアル相場：米国2年債利回りが上昇・低下となれば、リアル相場は下落・上昇へ

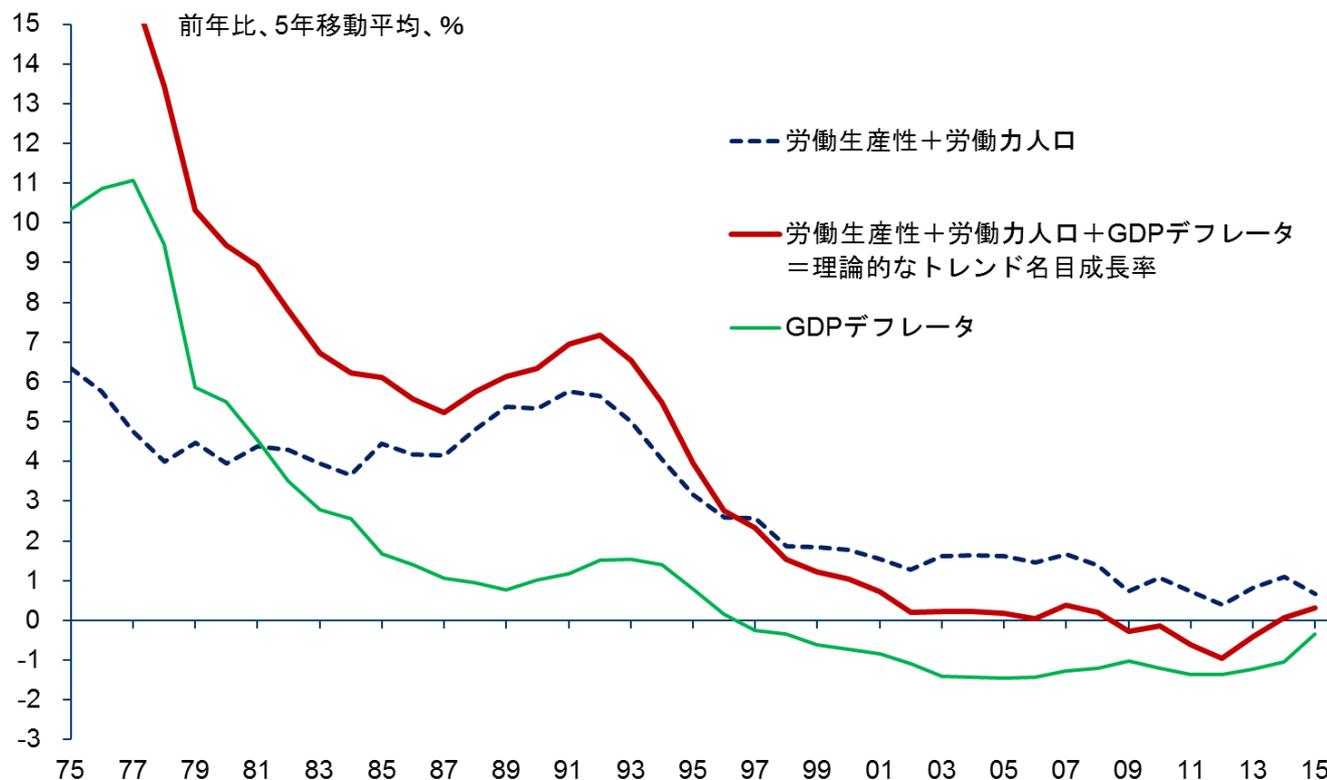


日米の2年物国債利回り格差とドル円相場：株価下落後に 米国2年債利回りがゼロ近傍に低下すれば、大幅円高に



出所: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service、Credit Suisse

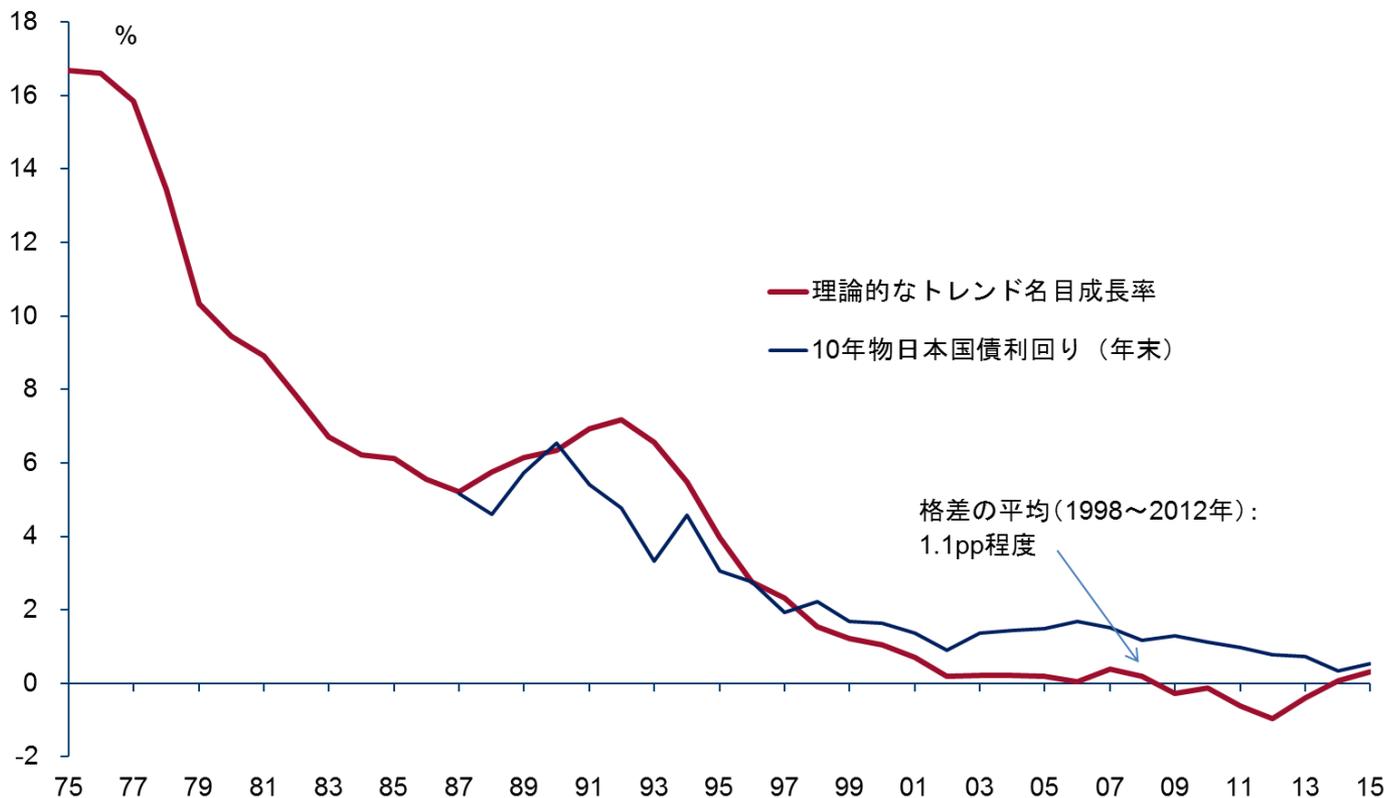
日本の理論的なトレンド名目成長率と要因の分解: 2015年のトレンド名目GDP成長率は+0.3%程度と推計される



注: GDPデフレータの伸び率は消費税増税の効果を除いたものを使用、2015年は弊社見通し

出所: 内閣府、総務省、Credit Suisse

日本の理論的なトレンド名目成長率と10年物日本国債利回り:トレンド成長率が0.0%近傍でも、日銀による量的緩和が縮小すれば、10年物国債利回りは1.0%超に上昇へ



注: 2015年の10年物国債利回りは直近値
出所: 内閣府、総務省、Credit Suisse

<参考> 弊社経済予測

弊社日本経済見通し(2015年6月15日現在)

		2014				2015				2016				年度				暦年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	13	14	15	16	13	14	15	16
実質成長率	GDP	4.4	-6.8	-2.0	1.2	3.9	-1.6	1.6	2.0	1.6	0.3	0.0	0.6	2.1	-0.9	1.0	1.0	1.6	-0.1	0.5	1.0
	民間最終消費支出	8.7	-19.0	1.4	1.5	1.5	1.0	1.8	1.5	1.0	0.3	0.5	1.5	2.5	-3.1	1.4	1.2	2.1	-1.3	0.0	1.0
	民間住宅投資	8.3	-36.6	-23.3	-2.5	7.0	1.0	1.4	0.7	2.0	-1.7	2.4	8.0	9.3	-11.7	0.1	1.8	8.8	-5.1	-4.5	1.3
	民間企業設備投資	21.9	-17.9	0.3	1.0	11.0	-3.0	0.0	2.0	5.0	-2.0	-1.0	1.0	4.0	0.4	1.8	0.8	0.4	3.9	1.0	1.0
	民間在庫投資(寄与度)	-2.2	5.3	-2.8	-1.0	2.2	-1.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.5	0.5	0.2	0.1	-0.4	0.1	0.4	0.1
	政府消費	-1.1	1.2	0.8	1.1	0.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	1.6	0.4	0.8	0.8	1.9	0.2	0.8	0.9
	公の固定資本形成	-3.5	2.9	6.6	0.4	-5.9	-2.0	3.0	2.0	-1.0	0.5	0.4	0.3	10.3	2.0	-0.5	0.5	8.0	3.8	-0.6	0.5
	純輸出(寄与度)	-1.3	4.3	0.2	1.1	-0.7	-0.2	0.1	0.5	-0.2	0.6	-0.4	-0.7	-0.5	0.6	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.2	0.0
	輸出	26.8	-0.1	6.5	13.5	9.9	1.0	4.0	5.0	5.0	3.2	0.6	0.7	4.4	8.0	5.7	2.9	1.2	8.4	6.7	3.5
	輸入	29.3	-19.3	4.3	5.8	12.2	5.0	3.0	2.0	5.0	3.0	2.5	4.0	6.7	3.7	5.6	3.4	3.1	7.4	4.6	3.4
実質GDP成長率(前年比)		2.4	-0.4	-1.4	-1.0	-0.9	0.4	1.3	1.5	0.9	1.4	1.0	0.6	2.1	-0.9	1.0	1.0	1.6	-0.1	0.5	1.0
名目GDP成長率(前年比)		2.5	1.8	0.6	1.4	2.5	1.8	2.9	2.2	0.8	1.7	1.6	1.7	1.8	1.6	1.9	1.7	1.0	1.6	2.3	1.4
鉱工業生産(前年比)		8.3	2.6	-0.8	-1.4	-2.1	1.2	3.6	3.6	2.7	3.2	2.6	1.9	3.2	-0.4	2.8	2.4	-0.8	2.2	1.6	2.6
鉱工業生産(前期比)		2.3	-3.1	-1.3	0.8	1.6	0.2	0.8	1.0	1.0	0.5	0.1	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI(除く生鮮食品、前年比)		1.3	3.3	3.1	2.7	2.1	-0.1	-0.1	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.8	2.8	0.2	0.6	0.4	2.6	0.6	0.6
CPI(除く生鮮食品・消費税、前年比)		1.3	1.3	1.1	0.7	0.1	-0.1	-0.1	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.2	0.6	0.4	1.1	0.1	0.6
CPI(除く食料・エネルギー、前年比)		0.7	2.3	2.3	2.1	2.1	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.2	2.2	0.1	0.4	-0.2	1.9	0.6	0.3
完全失業率		3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.2	3.2	3.0	2.9	2.9	3.9	3.6	3.3	2.9	4.0	3.6	3.4	3.0
貿易サービス収支(GDP比率)		-4.0	-2.3	-2.9	-1.9	-0.5	-1.1	-1.5	-1.7	-1.8	-1.9	-2.2	-2.4	-2.2	-1.9	-1.5	-2.3	-1.8	-2.8	-1.2	-2.1
経常収支(GDP比率)		-1.1	0.7	0.4	2.2	3.0	2.7	2.4	2.2	2.1	2.0	1.5	1.1	0.2	1.6	2.4	1.3	0.7	0.5	2.6	1.7
財政収支(GDP比率)		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7.5	-6.3	-6.3	-6.0	-	-	-	-
日銀当座預金付利金利(末値)		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00
10年物国債利回り		0.64	0.57	0.53	0.33	0.41	0.48	0.53	0.56	0.60	0.66	0.74	0.80	0.64	0.41	0.60	0.86	0.74	0.33	0.56	0.80
ドル/円レート		102.8	102.1	104.0	114.5	120.4	124.5	128.2	128.9	130.0	-	-	-	102.8	120.4	130.0	-	100.5	114.5	128.9	-

注：無担保コール翌日物金利、国債利回りは期末値。ドル円相場は四半期末月の平均。

出所：内閣府、経済産業省、総務省、財務省、Credit Suisse

弊社世界経済見通し(2015年6月15日)

		2015E				2016E				Q4/Q4				暦年平均			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	13	14	15E	16E	13	14	15E	16E
グローバル	実質GDP(前期比年率)	1.6	2.6	3.4	3.4	3.5	3.0	3.2	3.5	3.1	2.5	2.7	3.2	2.7	2.6	2.5	3.2
	鉱工業生産(前年比)	2.6	2.1	2.5	2.5	--	--	--	--	4.1	3.2	2.5	--	2.9	3.8	2.4	--
	インフレーション(前年比)	2.4	2.3	2.5	2.7	3.2	3.2	3.2	3.3	2.6	2.6	2.7	3.3	2.7	2.9	2.5	3.0
米国	実質GDP(前期比年率)	-0.7	2.8	3.1	3.1	2.8	2.8	2.8	2.8	3.1	2.4	2.1	2.8	2.2	2.4	2.2	2.9
	CPI(前年比)	-0.1	0.0	0.1	0.8	2.0	1.7	1.8	1.9	1.2	1.2	0.8	1.9	1.5	1.6	0.2	1.9
	FFレート(末値)	0-.25	0-.25	.25-.50	.50-.75	.75-1.00	1.00-1.25	1.50-1.75	1.75-2.00	--	--	--	--	--	--	--	--
	10年国債利回り	2.06	2.19	2.45	2.55	2.60	2.70	2.75	2.80	--	--	--	--	--	--	--	--
	ドル/円レート	120.4	124.5	128.2	128.9	130.0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
日本	実質GDP(前期比年率)	3.9	-1.6	1.6	2.0	1.6	0.3	0.0	0.6	2.3	-1.0	1.5	0.9	1.6	-0.1	0.5	1.0
	コアCPI(前年比)	2.2	-0.1	-0.1	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	1.1	2.7	0.4	0.6	0.4	2.6	0.6	0.6
	日銀当座預金付利金利(末値)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.01	0.01	0.01	--	--	--	--	--	--	--	--
	10年国債利回り	0.41	0.48	0.53	0.56	0.60	0.66	0.74	0.80	--	--	--	--	--	--	--	--
	ドル/円レート	120.4	124.5	128.2	128.9	130.0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
ユーロ圏	実質GDP(前期比年率)	1.6	1.9	2.2	2.3	2.0	2.0	1.9	2.0	0.4	0.9	2.0	2.0	-0.4	0.9	1.5	2.1
	CPI(前年比、コア除く消費税)	-0.3	0.1	0.2	0.6	1.3	1.1	1.2	1.2	0.8	-0.2	1.0	1.3	1.4	0.4	0.1	1.2
	ECブレボ(末値)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	--	--	--	--	--	--	--	--
	10年国債利回り	0.22	0.48	0.54	0.62	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	ユーロ/ドルレート	1.06	1.11	1.04	1.02	1.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
イギリス	実質GDP(前期比年率)	1.2	2.9	2.7	2.8	2.4	2.4	1.9	1.9	2.4	2.7	2.7	2.2	1.7	2.6	2.7	2.5
	HICP(前年比)	0.1	0.0	0.0	0.4	1.2	1.5	1.6	1.8	2.1	0.9	0.4	1.8	2.6	1.5	0.1	1.5
	英中銀レボ金利(末値)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	--	--	--	--	--	--	--	--
	ポンド/ドルレート	1.46	1.53	1.48	1.46	1.44	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
スイス	実質GDP(前期比年率)	0.3	-0.3	-0.2	-0.2	1.8	1.7	2.5	2.5	2.2	1.9	-0.1	2.1	1.9	2.0	0.8	1.2
	CPI(前年比)	-0.9	-1.5	-1.6	-1.2	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	-0.1	-1.2	0.2	-0.2	0.0	-1.3	0.0
	政策金利(末値)	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	-1.25-.25	--	--	--	--	--	--	--	--
	スイスフラン/ドルレート	1.01	0.95	1.01	1.03	1.07	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
日本を除くアジア	実質GDP(前期比年率)	5.5	5.4	6.4	6.8	7.3	5.4	6.1	6.1	6.3	6.0	6.0	6.0	6.6	6.4	6.1	6.1
	中国	5.3	6.9	7.2	7.2	7.0	6.9	7.0	6.9	7.8	7.1	6.6	6.6	7.7	7.4	6.8	7.0
インド	生産(前年比)	6.5	6.0	5.7	5.4	--	--	--	--	9.8	7.5	5.4	--	9.7	8.3	5.9	--
	CPI(前年比)	1.2	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	2.9	1.5	1.8	1.8	2.6	2.0	1.6	2.2
	実質GDP(前期比年率)	12.7	0.7	6.7	7.1	15.7	0.7	6.7	7.1	4.6	6.0	6.7	6.7	6.9	7.4	8.1	8.9
ラテンアメリカ	実質GDP(前期比年率)	0.7	1.5	1.8	2.1	2.4	3.1	2.9	2.5	2.1	0.5	1.5	2.7	2.7	0.8	0.5	2.1
	CPI(前年比)	13.1	13.1	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	9.3	12.3	13.2	13.2	8.4	12.6	13.2	13.2

出所: Credit Suisse

Disclosure Appendix

アナリスト・サティファイション

私、白川 浩道は、(1)本調査レポートに示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、(2)私の報酬が本調査レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

ディスクレーマー

本レポートのクリエイティブ・スイスへの言及は、クリエイティブ・スイス投資銀行部門の下で事業運営するすべての子会社および関連会社を含みます。組織の詳細については https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/ をご参照ください。本レポートには、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいはスイスの銀行であるCredit Suisse AG またはその子会社またはその関連会社(“CS”)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図した資料が含まれる場合があります。本レポートに掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSIに帰属します。また、事前CSIの許可を無視して得ることなく、本レポートに記載のない掲載された資料、内容、複製し手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されています。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や申込あるいは引き受けを勧誘する目的で使用された、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものではありません。CSは本レポートで取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するものではない可能性があります。CSは本レポートを受け取ったという理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。本レポートに含まれる、あるいは、言及されている投資およびサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は独立した立場の投資アドバイザーに相談してください。本レポートは投資、法律、会計または財務に関する助言を含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるということを表すものではありません。また、特定個人による推奨も含まれません。CSは投資の財務効果に関する助言は致しません。独立した立場の財務の専門家に相談されるようお勧めします。とりわけ課税の基礎と水準が変わる場合がありますのでご注意ください。本レポートに含まれる情報や意見はCSが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性は完全性を保証するものではありません。本レポート中にお勧めした資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、CSは一切の責任を負いません。本レポートは独立した判断を行う代用として依頼されるべきものではありません。CSは本レポート中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の情報伝達を行っている、または将来行う場合があります。それらの情報伝達は作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSは本レポートの受取人に対してそのような他の情報伝達について通知する義務はありません。本レポートで言及されている投資は、単独の組織によってオフアーされる場合もあれば、CS単独またはCSの関連会社によってオフアーされる場合もあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われていません。本レポートに記載された情報、意見および予想は、CSがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合があります。本レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合があります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際に負うこととなります。仕組証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴ったため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティ、ならびに発行体または参照される発行体の信用度の影響を受け合う場合があります。仕組商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家アドバイザーの専門家による助言を受けることをお勧めします。本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティの高いものも含まれており、高ボラティリティ商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるのは明らかであり、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。投資に対する配当利回りは変動する場合があります。その結果投資のために支払われた初期資本が配当利回りとして使われる可能性があります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれません。同様にしてその投資の価値、またリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。本レポートでウェブサイトにアドレスあるいはハイパーリンクが提供されている場合があります。CSは本レポートで参照するCSのウェブサイト資料を除くサイトについては審査を行っており、それらのサイトに含まれる内容については責任を負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。本レポートまたはCSのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くことはお客様自身自身のリスクで行っていただくこととなります。本レポートはヨーロッパ(スイスは除く)において英国のOne Cabot Square, London E14 4QJにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社は、英国においてブルーデンス規制機構に認可され、金融行為監督機構およびブルーデンス規制機構の監督下にあります。本レポートはドイツにおいてNiederlassung Frankfurt am MainにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本レポートは米国とカナダにおいてはCredit Suisse Securities (USA) LLC、スイスではCredit Suisse AG、ブラジルでは Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. またはその関連会社、メキシコではBanco Credit Suisse (México) S.A.(本レポートで言及している有価証券に関する取引は、適用法令を遵守している場合のみ可能です)、日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号 日本証券業協会会員、一般社団法人 金融先物取引業協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員)が配布を担当しています。さらに、他のアジア/太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, the Office of the Securities and Exchange Commission, Thailandの監督下にあるCredit Suisse Securities (Thailand) Limited (登録所在地 990 Abdulrahman Place, 27th Floor, Unit 2701, Rama IV Road, Silom, Bangkok, Bangkok 10500, Thailand, Tel: +66 2614 6000)、Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG Singapore Branch, the Securities and Exchange Board of India (SEBI) の監督下にあるCredit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN no. U67120MH1996PTC104392) (登録番号: INB230970637、INF230970637、INB010970631、INF010970631、登録所在地9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, Tel: +91-22 6777 3777)、Credit Suisse Securities (Europe) Limited, Seoul Branch, Credit Suisse AG Taipei Securities Branch, PT Credit Suisse Securities Indonesia, Credit Suisse Securities (Philippines) Inc.、のいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しています。Credit Suisse AG Taipei Securities Branch によって発行される台湾証券についてのリリースは資格を有するシニア・ビジネス・パーソンが作成したものです。マレーシアの居住者に配布されたレポートは、Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn. Bhd.のリーダー責任者により承認されたもので、ご質問があれば+603 2723 2020 まで直接お問い合わせ頂けます。本レポートはシンガポールにおいては機関投資家、適格投資家、投資専門家(それぞれFinancial Advisers Regulationsの下で定義されています)のみを対象として作成・配布されており、また、Credit Suisse AG、シンガポール支店によって海外投資家(Financial Advisers Regulationsの下で定義されています)にも配布されています。お客様が機関投資家、適格投資家、投資専門家、または海外投資家でありたい場合、Credit Suisse AG、シンガポール支店がご提供する可能性がある投資助言サービスについて、同支店はシンガポールのFinancial Advisers Act, 第110 章(「FAA」)、Financial Advisers Regulations、および、それに従って発令される関連の通知やガイドラインに則った特定の遵守要件の適用を免除されており、本情報はThe Dubai Financial Services Authority (DFSA) により正式に認可され、その監督下にあるCredit Suisse AG、ドバイ支店は配布を担当し、DFSAの定義に基づくProfessional ClientまたはMarket Counterpartyのみを対象として作成・配布されており、本情報に關する金融商品あるいは金融サービスはDFSAの定義に基づきProfessional ClientまたはMarket Counterpartyの規制基準を満たすお客様に限り提供されるものであり、それ以外の方を対象としたものではありません。本レポートはカナダの情報開示要件を遵守していない可能性があります。CSが証券取引を行うための登録あるいは免許を取得していない地域での取引の成立は各地域で適用される異なる証券法に基づいてのみ行われ、かつ登録あるいは免許取得義務の免責の適用が必要とされる場合があります。取引の成立を希望する非米国顧客は準拠法で認められる場合に限り現地のCSへ連絡してください。取引の成立を希望する米国の顧客はCredit Suisse Securities (USA) LLCの営業担当者におみ連絡してください。本レポートは本来的には市場の専門家および機関投資家顧客向けにCSで作成されています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受ける際、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。本レポートは英国以外のお客様の投資またはサービス、またはブルーデンス規制機構の認可および金融行為監督機構ならびにブルーデンス規制機構の管理下にはなく、また個人顧客に関するブルーデンス規制機構および金融行為監督機構の保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事項に関連する場合があります。本レポートに関してに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。CSは米国の地方自治体および義務主体(「地方自治体」)に対して、個々の取引またはレポートの提案やそのような取引の締結を含む、様々なサービスを提供する場合があります。CSが提供するいかなるサービスも、ドット・フランス法第975条の意味の範囲内での「助言」としてみなされることはありません。CSはそのようなサービスと関連情報を対等取引ベースでのみ提供しており、地方自治体の助言者または受託者とみなされるべきではありません。そのようなサービスの条件に関連して、CSが地方自治体に対して助言を行うために地方自治体(職員、経営者、従業員あるいはそれらの代理人を含む)とCSの間に直接または間接的な契約はありません。地方自治体はCSが提供するそのようなサービスに関して、財務、会計、法律上のアドバイザーに相談する必要があります。また、CSは地方自治体金融商品すなわち地方債発行のため、またはそれに関連して、地方自治体の契約を獲得または保持することを目的として、非関連のプロカー、ディーラー、地方自治体証券ディーラー、地方自治体のアドバイザー、または投資アドバイザーのために、または地方自治体に対する助言サービスの提供を目的とした投資アドバイザーのために、自治体を直接的または間接的に勧誘するための代理を務めています。本レポートがクリエイティブ・スイスAGおよびその関連会社以外の金融機関から配布されている場合、当該金融機関のみがその配布に関する責任を負います。当該金融機関のお客様が本レポート記載の有価証券を取引する、あるいはより詳細な情報が必要とされる場合は、当該機関にご連絡ください。本レポートは、当該金融機関のお客様に対するクリエイティブ・スイスの投資助言を構成するものではなく、クリエイティブ・スイスAG、その関連会社およびそれらの役員、取締役、従業員は、レポートとその内容の使用によって発生する直接、間接の損失に対処しうる責任も負いません。元本は保証されていません。手数料とは口座開設時、またはその後の任意の時点でお客様と合意した手数料の率または金額を指します。

Copyright © 2015 Credit Suisse AG および/またはその関連会社。不許複製。

債券の投資元本は販売価格や市場価格によって毀損する可能性があります。また、償還額の変更によって投資元本が毀損する債券もありません。そのような商品に投資する際には注意が必要です。

販売者を務めるCSから日本の非上場債券(日本の国債、地方債、政府保証債、社債)を購入する場合には、購入価格のみを支払うことが求められます。

