



世界中の日本

アジアが牽引する世界経済の景気回復

NOMURA

January, 2011

アジアが牽引する世界経済の景気回復

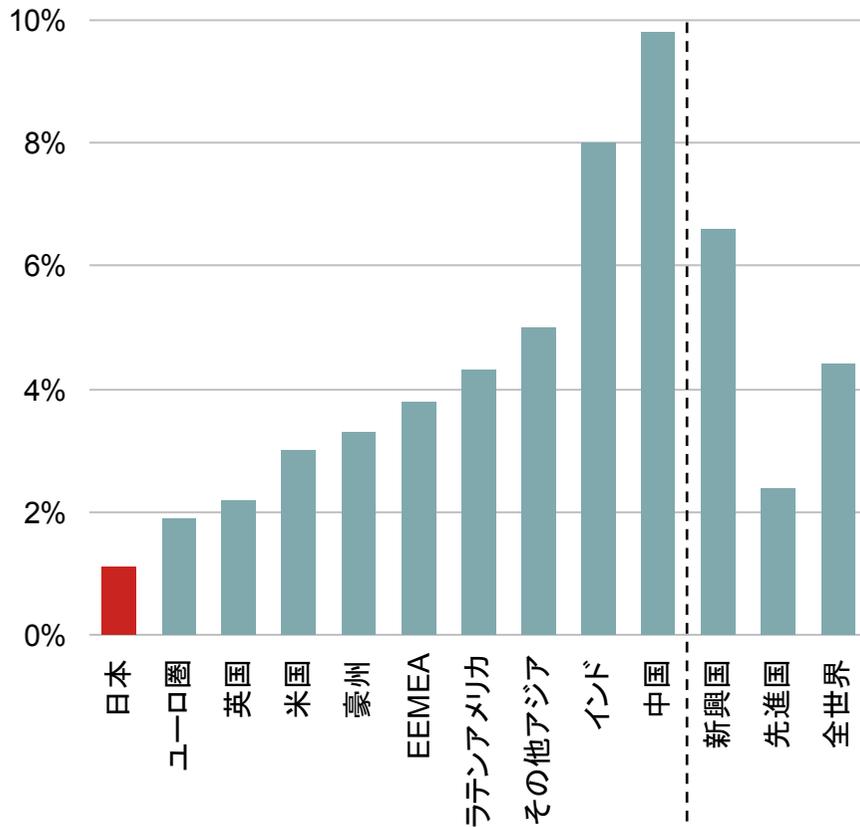
二極化が続く世界経済の景気回復.....	1
逆風に直面する先進国、躍進するアジア.....	2
低インフレの先進国、インフレリスクが高まる新興国.....	3
資金流入に伴う通貨高圧力に対抗する新興国.....	4
負債を削減し続ける家計部門が米国の景気回復の足かせに.....	5
財政危機と緊縮財政が欧州の景気回復の足かせに.....	6
定着しているデフレ心理が日本の景気回復の足かせに.....	7
デフレ脱却のため、日銀がなしうることはまだまだある.....	8
衰える気配がない中国経済発展の勢い.....	9
急速に对外开放的になるインド経済.....	10
有望な消費市場と生産拠点に浮揚する東南アジア.....	11
技術大国たる日本.....	12

本資料はノムラ・セキュリティーズ・インターナショナルのエコノミストによる資料をもとに作成した、野村証券金融経済研究所の著作物です。
巻末に記載されている重要なディスクロージャーをお読み下さい。

二極化が続く世界経済の景気回復

主要国・地域における2011年の実質GDP成長率予想

(前年比%)



世界の実質GDP成長率は、金融危機を引き金とした景気後退を受けて09年に前年比-0.7%とマイナスに転じた後、2010年には同+4.9%へ拡大した見込みだ。大規模な景気支援策が奏功し、主要国・地域は10年に「二番底」懸念を回避することができた。欧州では、予想もしなかった深刻な財政危機が発生したが、景気後退は免れた。実際、10年の実質GDP成長率は、10年初めに野村が示した予想を上回った模様だ。

10年には二種類の景気回復がみられた。中国、インドを中心とするアジアは、内需にけん引され、力強い成長を記録した。中国では、信用拡大を背景とする投資ブームが前年比+10%程度の成長に寄与した。

しかし、日米欧の先進国の成長は低迷した。景気回復の初期段階では、先進国経済は潜在成長率を上回る成長を記録したが、在庫積み増しと景気刺激策のプラス効果が剥落し始めると、基調の弱さが明らかとなった。

野村では、こうした傾向が11年も続くと予想している。また、11年の世界の実質GDP成長率を前年比+4.4%と予想する。新興国が同+6.6%の成長を達成する一方、先進国の成長は同+2.4%にとどまる見込みだ。日本・豪州・ニュージーランドを除くアジアは、中国、インドにけん引され、同+8%前後と、11年も最も高い成長が見込まれる。

注： 1. EEMEA: 欧州新興国・中東・アフリカ
2. 世界のGDP(購買力平価ベース)に占める各国の割合に基づいて加重平均した。

出所: 野村グループ

逆風に直面する先進国、躍進するアジア

11年の実質GDP成長率は、米国が前年比+3.0%、ユーロ圏が同+1.9%、日本が同+1.1%と潜在成長率からそれほどかい離しないと予想される。しかしこれは、景気後退期の落ち込みを踏まえると、力強さに欠ける伸びと言える。

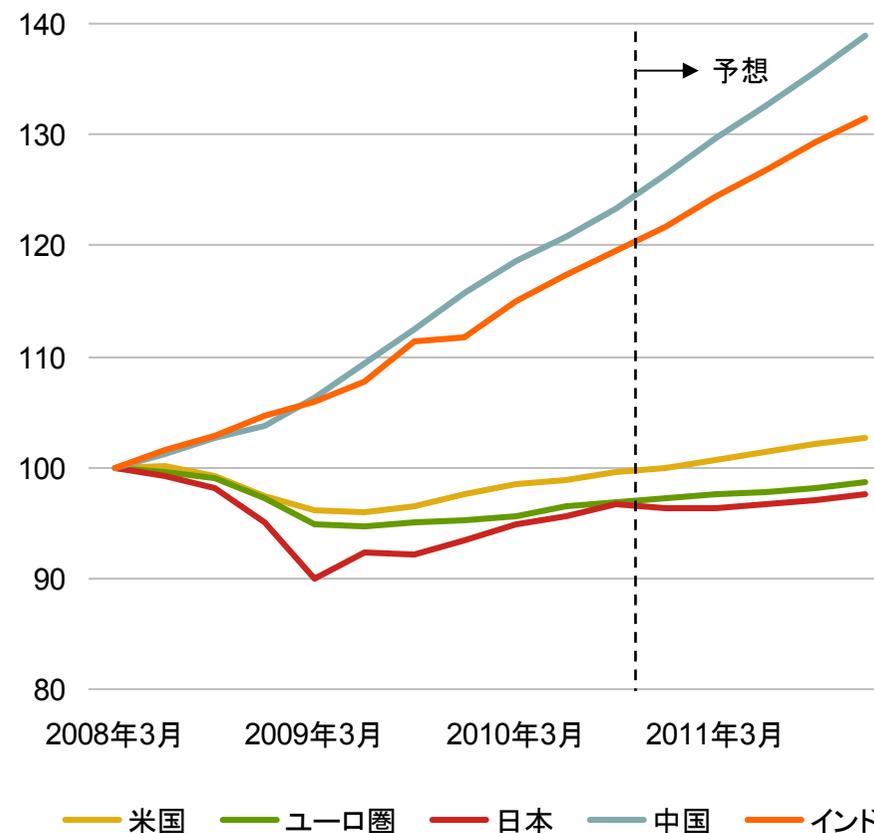
実質GDPのピーク時から底入れまでの減少幅は、米国が4.1%、ユーロ圏が5.3%、日本が10.1%となっている。10年7-9月期現在(入手可能な直近のデータ)、米国は落ち込みの84%、日本は67%を回復したが、ユーロ圏の回復は41%にとどまる。

生産設備がフル稼働に戻るまで需要が回復すれば、先進国経済は一定期間、さらに高い成長を示しただろう。しかし、米国および欧州は金融危機の余波と危機前に積み上がった不均衡の是正に絡んで強い逆風に直面している。家計は債務削減を進めて需要を抑制し、政府が進めている財政再建が成長の足かせとなっている。こうした逆風のなか、先進国の成長は向こう数年にわたり低迷が続こう。

一方、アジアは、旺盛な内需にけん引された成長が続くとみられ、先進国の需要低迷からほぼ切り離されている。

主要国の実質GDPの水準：金融危機以降の推移と予想

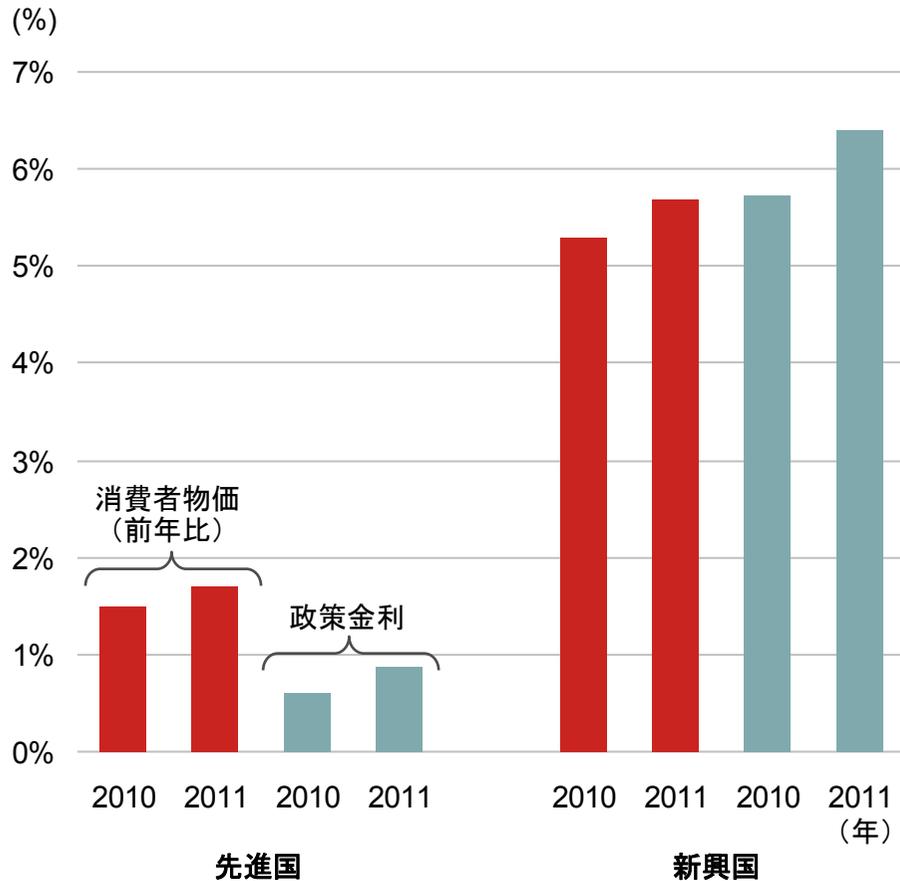
(2008年1-3月期=100)



出所：野村グループ

低インフレの先進国、インフレリスクが高まる新興国

2010年、2011年におけるインフレ率と政策金利：先進国と新興国



先進国では、経済活動が金融危機前の水準をまだ回復しておらず、ましてや危機前の潜在成長率に達していないことを背景に、失業率は高止まりし、インフレ率は低水準で推移している。したがって、各中央銀行は、金融危機ならびに景気後退期に打ち出した景気刺激策の解除を極めて緩やかなペースでしか進めることができない。

米連邦準備制度理事会(FRB)と日銀は11年、12年を通じて実質的なゼロ金利政策を維持するとみられる。しかし、欧州中央銀行(ECB)は、インフレ率が政策目標に近付きつつあることから、11年9月から利上げに着手しよう。また、イングランド銀行(BoE:中央銀行)は、インフレ率が政策目標を上回る状態が続いていることから、11年8月から利上げを開始しよう。

一方、新興国では、インフレ率が先進国を大幅に上回っており、力強い成長と低金利が続いていることから、インフレ圧力が高まりつつある。また新興国は食料価格ならびに商品価格上昇の影響を受けやすい。特に食料価格が消費者物価指数に占める割合は、先進国よりもかなり大きい。

こうした環境の下、アジアを中心とする新興国の景気が過熱し、インフレが加速し始めた可能性が高まっている。この場合は、新興国の中央銀行は、世界経済の背景がまだ弱いにもかかわらず、金融引き締めを実施せざるを得ないだろう。野村では、新興国の大方の中央銀行が11年に利上げを実施すると予想している。

注：世界のGDP(購買力平価ベース)に占める各国の割合に基づいて加重平均した。
出所：野村グループ

資金流入に伴う通貨高圧力に対抗する新興国

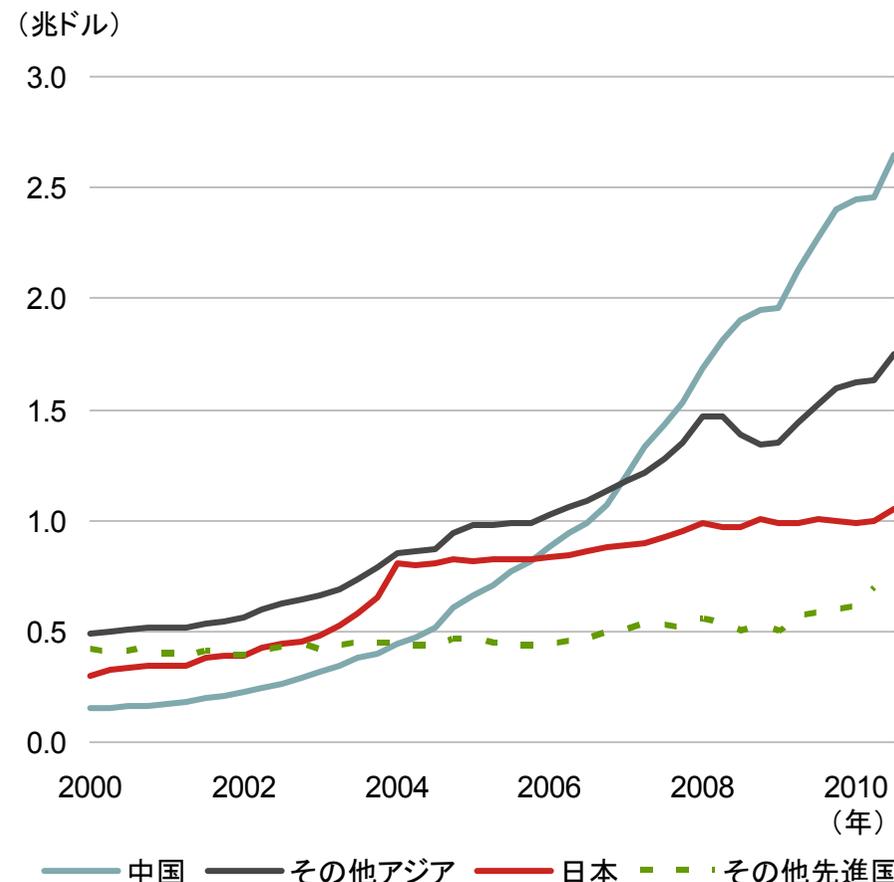
新興国は多額の資本流入を引き寄せ、そのため通貨高圧力が生じ、輸出の伸びをさらに圧迫している。これを受け、金融当局は、通貨上昇圧力を抑制するため、外国為替市場で積極的に介入を行っている。

しかし、通貨高圧力を抑制すると、投機的な資金流入をさらに呼び込む可能性があり、国内景気の過熱とインフレ加速をもたらしかねない。

これは国際経済の法則である「国際金融のトリレンマ」を反映している。資本の自由な移動が認められる場合、為替相場の安定を図ると同時に、国内金融政策の独立性を確保することはできない。どちらかの目標達成を目指す、他の目標は達成しえない。為替相場の安定を目指すなら、中国のような国は、政策金利を極めて低い水準に維持する必要がある。そうしなければ、さらなる資本流入を呼び込み、これが国内経済の過熱、インフレ加速、資産価格バブルをもたらす。

新興国の金融当局は、資本規制ならびにマクロ・プルーデンス(信用秩序維持)政策によって、この問題への対応を進めており、野村ではこの動きが続くと予想している。しかし、こうした措置は、金融市場に歪みをもたらすことがあり、「通貨安競争」を引き起こす可能性がある。野村では、当局は最終的に通貨のさらなる上昇を容認することで、インフレ圧力を抑制すると予想している。

新興国および先進国の外貨準備

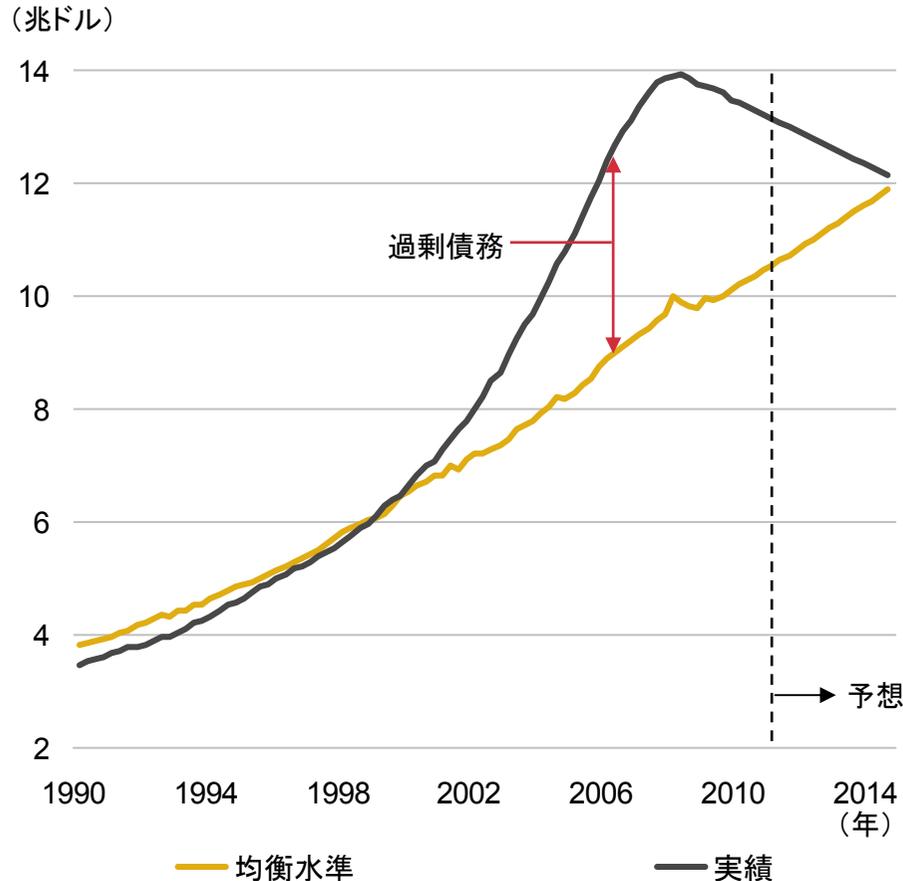


注: その他先進国は欧州連合(EU)、スイス、ノルウェー、アイスランド、ニュージーランド、豪州および米国。

出所: 国際通貨基金(IMF)、ハイパーアナリティクスより野村グループ作成

負債を削減し続ける家計部門が米国の景気回復の足かせに

家計の債務残高と均衡水準



11年の米国経済は、家計の債務削減は続くものの、緩やかな回復を続けると予想される。11年の実質GDP成長率は、10年見込みの前年比+2.8%に続き、同+3.0%を記録するとみられる。

図表が示すように、主に住宅ローン関連で、多額の過剰債務が依然として残っている。全米住宅価格はピーク時から底までに3割以上下落し、現在も緩やかに下落していることから、家計の多くは資産減少を実感している。家計は、低金利を受けて消費や住宅購入のための資金を借り入れるよりも、債務返済とバランスシート改善に注力している。

野村では、こうした家計の債務削減の動きは15年ごろまで続き、需要の伸びを抑制するとみている。また、失業率は高止まり、低インフレが続き、FRBは極めて緩和的な金融政策をとると予想している。

財政政策が成長の足かせに転じるとともに、オバマ政権が打ち出した医療・金融制度改革の実施を巡る不透明感も、成長を妨げる要因となる可能性があるだろう。

プラス面としては、労働市場と家計の可処分所得が緩やかに改善していること、FRBによる積極的な金融緩和姿勢、企業部門のバランスシートの大幅改善、ならびに住宅投資が歴史的な低水準まで落ち込んでいることが相まって、景気回復の持続を下支えすると考えられる。

注： 均衡水準は名目可処分所得の90%とし、名目可処分所得は年率+3.5%の伸びを想定。
出所：米連邦準備制度理事会(FRB)より野村グループ作成

財政危機と緊縮財政が欧州の景気回復の足かせに

欧州は、08年の金融危機後の財政悪化に対処するため、成長への強い逆風に直面している。住宅ならびに金融システムが抱える問題に加え、金融危機によりユーロ圏の経済統治を巡るいくつかの基本的脆弱性が明らかになった。

また、ユーロ圏加盟各国の成長格差は大きく、中心国は周辺国を大きく上回るペースで回復している。

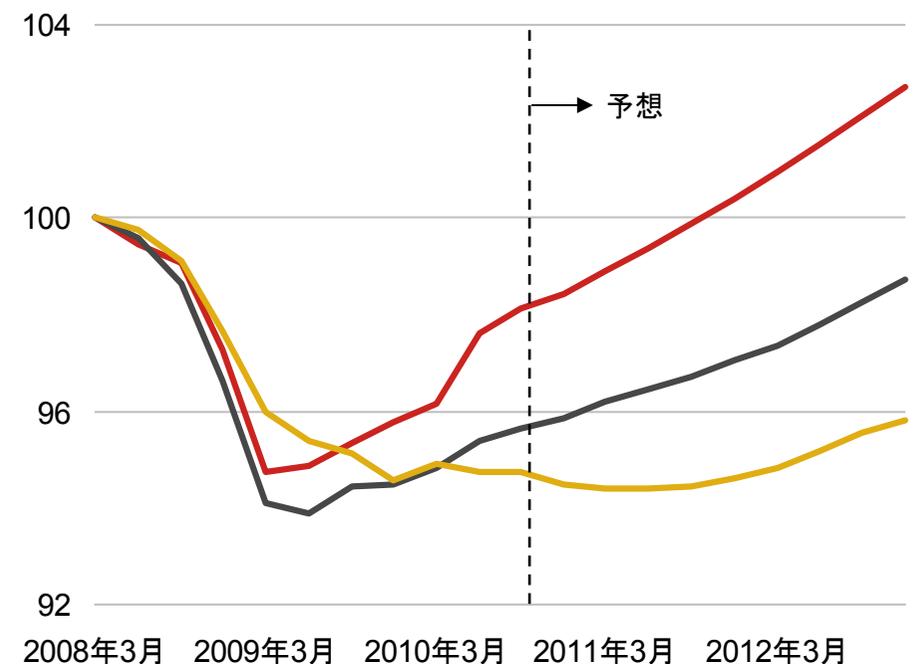
ユーロ圏で99年に単一通貨が採用されて以来、ドイツを軸とする中心国は、公的・民間部門に多額の債務を抱える周辺国を上回る競争力を得た。特にギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインなどの周辺国は、競争力と財政政策の健全性を回復し、財政政策に対する金融市場の信頼を取り戻すため、本格的な緊縮財政を実施する必要がある。

野村では、ユーロ圏がさらに深刻な危機に陥ることはなく、最終的に危機前よりも強力な体制を構築するとみている。ただし、10年のギリシャおよびアイルランドの事例のように、危機に瀕している周辺国の景気回復の見通しやユーロ圏を巡る新体制の確立といった見通しがいずれも明確にならなければ、市場の混乱が再燃する可能性もある。

ユーロ圏の財政危機問題が過熱・拡大する可能性が、おそらく11年の世界経済に対する最大の下振れリスクとなる。

ユーロ圏の実質GDP

(2008年1-3月期=100)

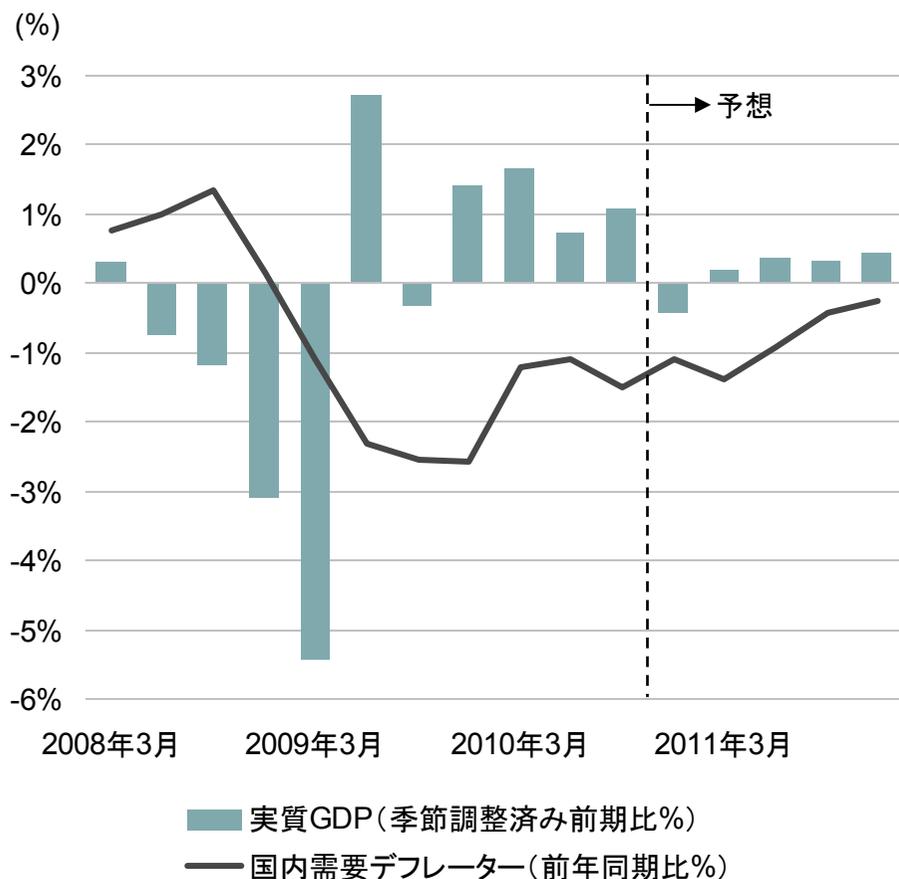


- 中心国(ドイツ、フランス、オランダ: 58%)
- 準中心国(イタリア、オーストリア、ベルギー: 24%)
- 周辺国(スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド: 17%)

注: 凡例の数値はユーロ圏全体のGDPに占める割合。
出所: 欧州連合(EU)統計局より野村グループ作成

定着しているデフレ心理が日本の景気回復の足かせに

実質GDPと国内需要デフレーター



野村では、11年の日本の実質GDP成長率は、10年見込みの前年比+4.4%から同+1.1%に減速すると予想している。10年は、純輸出と家計消費を支える景気刺激策が大きく寄与した。

このところ、海外の景気回復ペースが減速し、円高が進むなか、日本の景気回復の勢いが鈍化している。野村では、10年10-12月期の実質GDP成長率は前期比でマイナスに転じたとみている。7-9月期の財政ならびに猛暑に支えられた家計消費急増が部分的に反転しているためだ。

また、11年前半は回復のペースが鈍化し、下振れリスクが増大しよう。しかし、11年半ばごろから、財政・金融政策の下支えに加え、アジアを中心とする海外の景気回復が再加速し、再び回復が始まろう。

世界的な金融危機ならびに景気後退の結果、日本は再び、資産価格デフレならびに物価全般のデフレに見舞われた。長期の療養からようやく復帰した患者が同じ病で再び床につく様なものだ。

景気回復が続き、円相場が現行水準近辺で安定的に推移するなか、デフレ圧力の緩やかな緩和が見込まれる。しかし、20年にわたる深刻な資産価格下落が日本人の心理に傷跡を残している。アニマルスピリット(リスクをとって利潤を追求しようとする精神)はまだ本格的に復活していない。

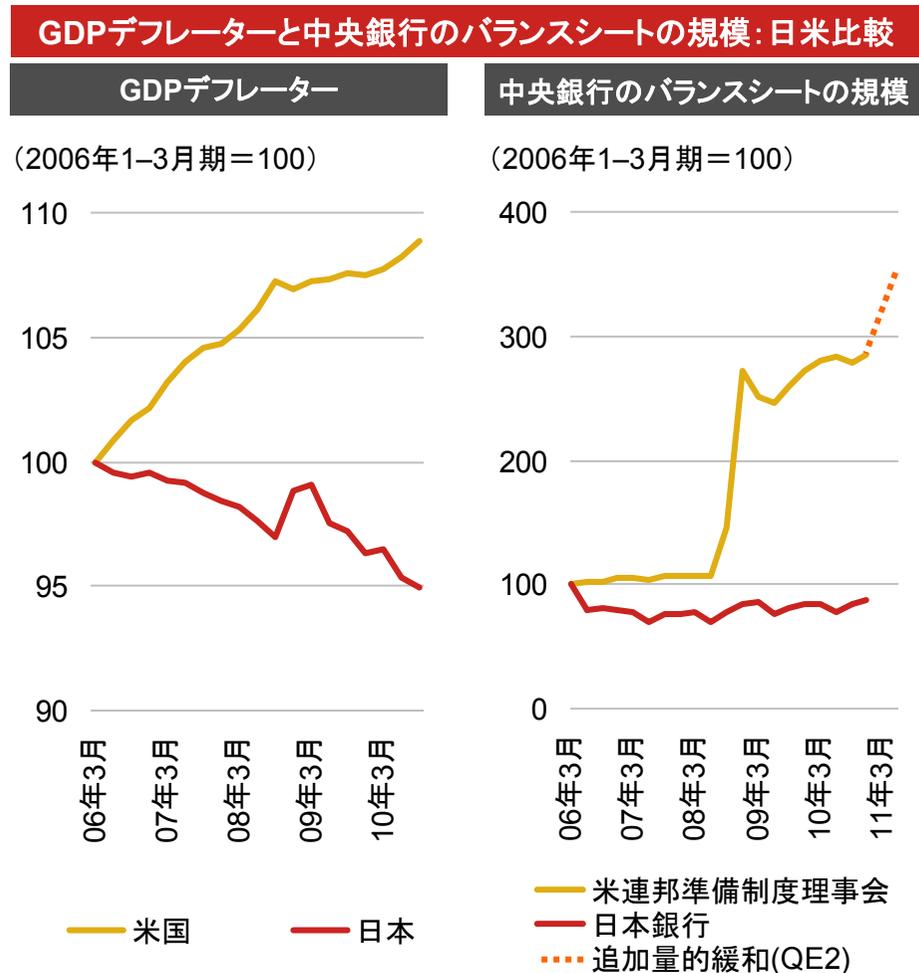
デフレ脱却のため、日銀がなしうることはまだまだある

中央銀行は、ゼロ金利政策をとりながら金融政策のさらなる緩和が必要な場合、民間部門の資産を買い取り、バランスシートを拡大することで金融緩和を実施することができる(いわゆる量的緩和政策である)。

08年9月の金融危機発生以降、FRBはバランスシートの規模を162%拡大し、足元ではデフレ回避を目指して、さらに積極的なバランスシートの拡大に乗り出している。金融危機勃発後、FRBとは異なり、日銀はバランスシートを積極的には拡大しなかったため、同時期の拡大幅はわずか16%にとどまっている。

米国とは違い、日本経済では長期にわたってデフレが続いていることから、これは説得力に乏しい。日本のGDPデフレーターは94年4-6月期のピーク時から15%低下しているのに対し、米国のGDPデフレーターは同時期に39%上昇している。また、06年以降をみても同様の傾向がみられる。

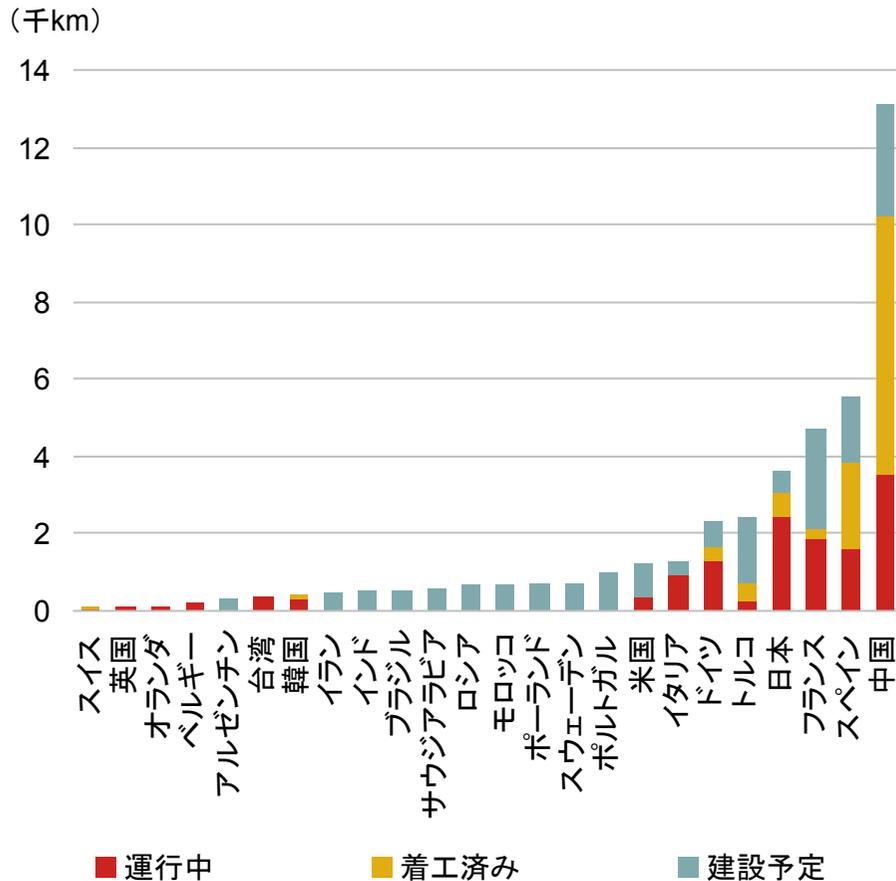
日銀は10月に「包括緩和」策を発表し、株式・不動産市場へリスクマネーを呼び込むため、指数連動型上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(J-REIT)の買い入れという大胆な措置に出た。日銀だけでは日本のすべての問題は解決できない。しかし、この重要な枠組みを新たに導入したことで、FRBの例に倣い、デフレを完全に退治するため、バランスシートを一段と積極的に拡大することを期待したいところである。



出所：内閣府、日本銀行、米商務省経済分析局(BEA)、米連邦準備制度理事会(FRB)より野村グループ作成

衰える気配がない中国経済発展の勢い

高速鉄道網建設状況 (2010年5月現在)



野村では、中国経済に対する強気な見方を維持する。絶え間ない発展とともに、内需主導の旺盛な成長を実現している。11年の実質GDP成長率は、10年見込みの前年比+10.2%に続き、同+9.8%を維持すると予想され、過去30年の平均並みとなりそうだ。中国の経済規模は7年毎に倍増するペースで拡大している。

中国は中西部地域を中心に国内のインフラ(社会基盤)投資を拡大することで、世界的な金融危機と景気後退に対応した。左図が示すように、着工済みのものと建設予定のものを含めると、中国の高速鉄道網の合計距離は、世界的に見れば群を抜いている。

一方、家計消費も力強く、農村部の所得が増大するとともに、都市部中間層の所得も増加している。野村では、11年の名目小売売上が前年比+20%に達すると予想している。

中国の主要リスクは、国内景気の過熱を受け、当局が金融政策を過度に引き締め、投資の抑制につながることだ。GDPに占める投資の割合が5割に近づくなか、投資の伸びが鈍化すれば、景気に急ブレーキがかかる恐れがある。

しかし、当局は投資の伸びを過度に抑制するよりも、人民元相場の緩やかな上昇を容認する可能性が高い。野村では、11年に人民元が6%程度上昇すると予想している。

注: 高速鉄道網:時速250km超を意味する。
出所: 国際鉄道連合(IUR)より野村グループ作成

急速に对外开放的になるインド経済

インドは、世界の主要経済で中国に次ぐ急速な成長を遂げている。野村では、11年のインドの実質GDP成長率は、10年見込みの前年比+8.8%に続き、同+8.0%を維持すると予想している。

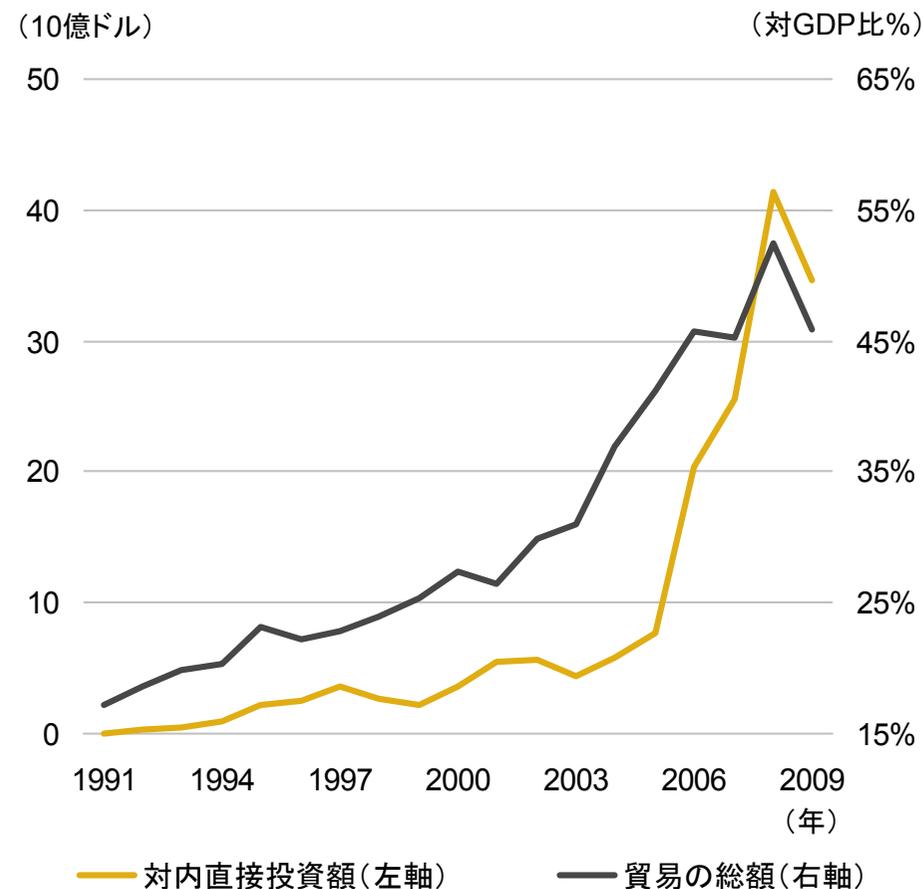
インドは、経済改革、貯蓄率ならびに投資比率(投資の対GDP比率)の上昇に支えられ、経済的離陸を実現した模様である。この10年間、対GDP比でみた貿易の拡大ならびに国内直接投資の増加が示すように、インド経済は对外开放度を高めている。

インドの経済発展は中国よりもかなり手前の段階にあり、1人当たりの所得水準は中国の3分の1程度にとどまる。インドの人口動態は中国よりも良好で、総人口に占める35歳未満の割合は、中国の45%に対して、インドでは56%に上る。また、中国と同様、インフラ(社会基盤)整備に多大な可能性を有している。

現時点では、中国がインドを上回る経済発展を達成しているが、インドが経済改革を継続し、成長に対する社会・規制上の制約を解消すれば、向こう数年以内にインドの成長率が中国を追い越す可能性もある。

中国とインドを併せると、11年の世界の实質GDP成長率への寄与度は全体の半分近くに達する勢いだ(購買力平価ベース)。両国は、合計25億人の人口を抱え、新興国における経済大国だ。アジアの成熟した先進国である日本は、両国の持続的な景気浮揚と経済発展の恩恵を十分享受する立場にある。

GDPに占める貿易の割合と対内直接投資

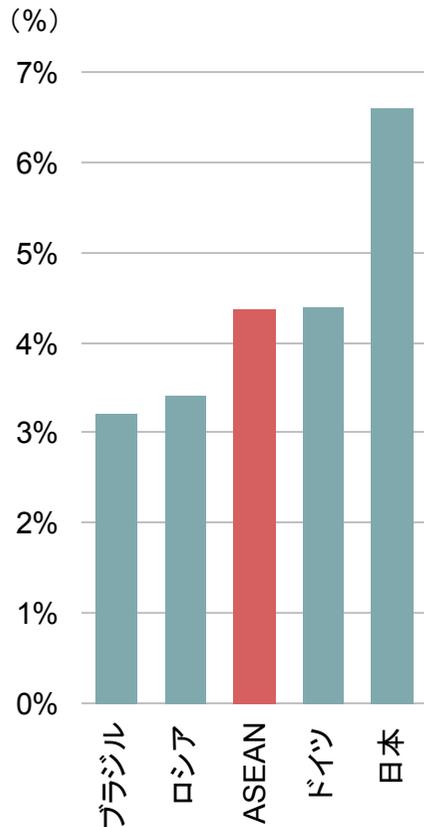


出所: CEICデータベースより野村グループ作成

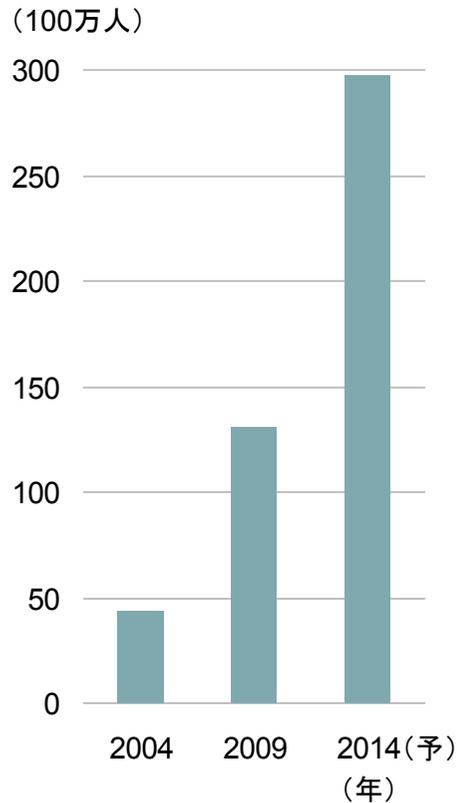
有望な消費市場と生産拠点に浮揚する東南アジア

東南アジア諸国連合(ASEAN)6ヶ国の経済規模と台頭する中産階級

世界のGDPに占める割合(2010年)



中産階級の人口



中国、インドとともに、東南アジアもアジアおよび世界経済に占める重要性を増している。野村では、11年の東南アジア諸国連合(ASEAN)6ヶ国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム)の実質GDP成長率(GDP加重ベース)は、10年見込みの前年比+7.5%に続き、同+5.8%と比較的高成長を維持すると予想する。

図表が示すように、購買力平価(PPP)ベースでみたASEAN6ヶ国の経済規模は、ドイツと同程度であり、ブラジルやロシアを上回る。合計5億1,100万人の人口を擁し、ブラジルとロシアを併せた人口を5割強上回る。

東南アジアは天然資源の重要な産地で、日本に質の高い労働を提供し、輸出品の重要な生産拠点であるのみならず、消費市場としての重要性も急速に高まっている。図表が示すように、ASEAN6ヶ国では中産階級の人口が急増している。「中産階級」を年間所得3,000ドル超とすると、09年から14年の間に、同階級の人口は二倍強増加し、3億人に達する勢いだ。

注: 1. 世界のGDPに占める割合は購買力平価(PPP)に基づく。
2. 中産階級は、年間所得3,000ドル超の家計。

出所: CEICデータベースより野村グループ作成

技術大国たる日本

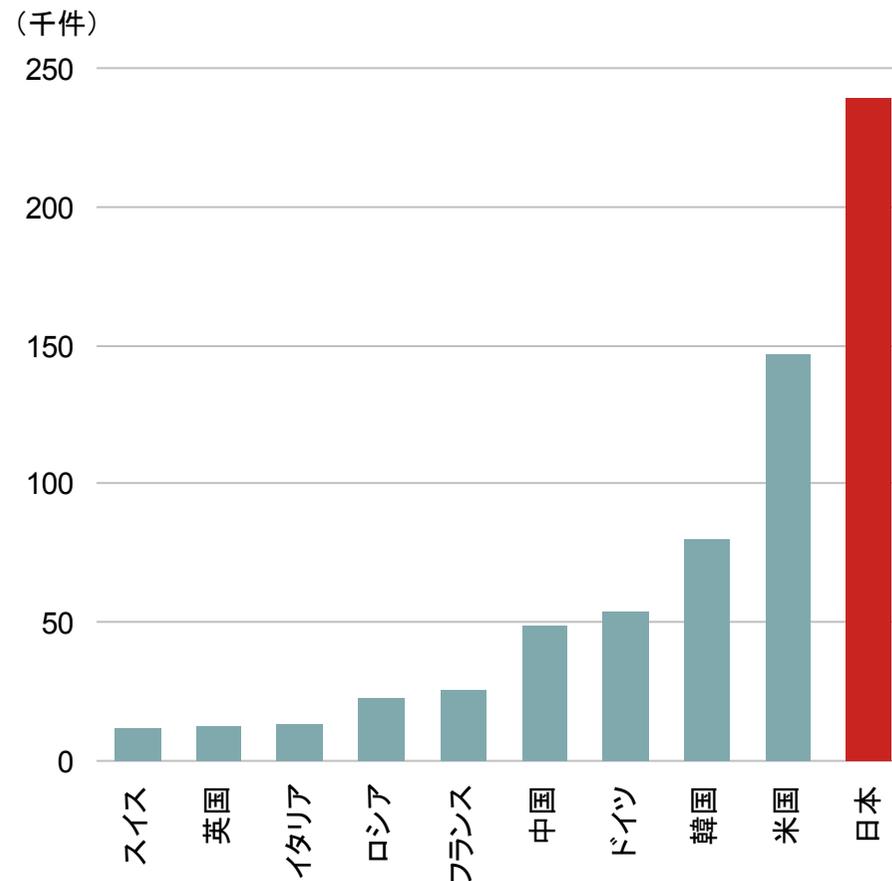
日本は世界で最も活気のあるアジアという経済地域に位置する。また、同地域で最も進んだ豊かな国でもある(1人当たり所得に基づく)。日本および日本企業がアジアの成長を活用し、その活力の一部を取り込むことができれば、大きな恩恵を受けよう。また、日本が提供できるものも多い。

日本は引き続き技術大国の地位を維持している。年間特許取得件数は引き続き世界第1位である。また、特許活用件数も最も多く、米国を37%上回る。ただし、これは、日本が保有する技術、経済、社会、文化資産の奥深さと品質を測定する1つの尺度に過ぎない。

「日本株式会社」は資金力を備え、ピーク時の収益力回復に向かっている。我々の予想通り、円ドル相場が11年1-3月期末に1ドル=80円まで円高に進み、その後7-9月期には同85円まで円安に振れるとともに、その後も安値基調で推移すれば、日本企業の収益は一段と押し上げられよう。

しかし、日本の実績は潜在能力を下回っているように見える。日本はかつてのエネルギー、自信、世界に対する好奇心を取り戻す必要がある。そうすれば、「日本株式会社」は世界経済の先頭に立つことができるだろう。世界で最も急成長を遂げているアジアは手始めとして最適の場所だ。

特許取得件数上位10ヶ国(2008年)



出所: 世界知的所有権機関(WIPO)より野村グループ作成

MEMO

NOMURA

野村証券からのお知らせ

この資料は、下記の作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、この資料に記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。この資料に記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料は、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、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1.365%(税込み)(20万円以下の場合、2,730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販売手数料および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。商品毎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。

野村証券株式会社

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、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会

<経済調査部審査番号ERP No.10-648>

本資料の作成日：2010年12月13日

当資料は、2011年1月に実施される野村証券懇談会「世界の中の日本」の参考として作成されたものです。

NOMURA



この冊子の印刷工程で利用した
電力量(1,000kWh)はすべて
バイオマス発電によるグリーン
電力を使用しています。